

# Российский фондовый рынок 2008

## События и факты



# Содержание

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Введение</b> .....   | <b>5</b>  |
| <b>Основные показатели и тенденции 2008 года</b> .....  | <b>6</b>  |
| <b>1. Инструменты</b> .....   | <b>8</b>  |
| 1.1. <b>Акции</b> .....   | <b>8</b>  |
| 1.2. <b>Корпоративные облигации</b> .....   | <b>15</b> |
| 1.3. <b>Государственные, субфедеральные и муниципальные облигации, облигации<br/>Банка России</b> ..... | <b>20</b> |
| 1.4. <b>Еврооблигации</b> .....   | <b>23</b> |
| 1.5. <b>Векселя</b> .....   | <b>23</b> |
| 1.6. <b>Инвестиционные паи</b> .....  | <b>24</b> |
| 1.7. <b>Фьючерсы и опционы на ценные бумаги и фондовые индексы</b> .....                                | <b>25</b> |
| 1.8. <b>Фондовые индексы</b> .....  | <b>29</b> |
| <b>2. Институциональная структура</b> .....   | <b>34</b> |
| 2.1. <b>Эмитенты</b> .....  | <b>34</b> |
| 2.2. <b>Инвесторы</b> .....   | <b>35</b> |
| а) <b>население</b> .....   | <b>35</b> |
| б) <b>инвестиционные фонды</b> .....  | <b>38</b> |
| в) <b>общие фонды банковского управления</b> .....  | <b>41</b> |
| г) <b>негосударственные пенсионные фонды</b> .....  | <b>41</b> |
| д) <b>инвестирование средств пенсионных накоплений</b> .....  | <b>42</b> |
| е) <b>коммерческие банки</b> .....  | <b>43</b> |
| ж) <b>зарубежные инвестиционные фонды</b> .....   | <b>44</b> |
| 2.3. <b>Профессиональные участники рынка ценных бумаг</b> .....   | <b>45</b> |
| а) <b>брокеры, дилеры, доверительные управляющие</b> .....  | <b>45</b> |
| б) <b>торгово-расчетная инфраструктура</b> .....  | <b>46</b> |
| в) <b>учетная система</b> .....   | <b>52</b> |
| <b>3. Законодательная база и регулирование</b> .....  | <b>54</b> |
| <b>Налогообложение на рынке ценных бумаг</b> .....  | <b>56</b> |
| 3.1. <b>Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации</b> .....                          | <b>58</b> |
| 3.2. <b>Центральный банк Российской Федерации</b> .....   | <b>59</b> |
| 3.3. <b>Министерство финансов Российской Федерации</b> .....  | <b>59</b> |
| 3.4. <b>Иные государственные органы</b> .....   | <b>60</b> |
| 3.5. <b>Саморегулируемые организации</b> .....  | <b>60</b> |
| <b>4. Календарь основных событий 2008 г.</b> .....  | <b>61</b> |

**СОСТАВИТЕЛИ:**

Трегуб А. Я. – советник председателя Правления НАУФОР;

**ПРИ УЧАСТИИ:**

Тимофеев А. В. – председатель Правления НАУФОР;

Манукова Т. А. – начальник правового управления НАУФОР;

Кондрашкин С. В. – заместитель начальника правового управления НАУФОР;

Шубочкин Д. В. – главный специалист Управления контроля и обеспечения профессиональной деятельности НАУФОР.

© НАУФОР

© Московская школа управления СКОЛКОВО

Авторские права на подбор и расположение материалов принадлежат НАУФОР. Данные, использованные для составления данного обзора, были получены из источников, которые НАУФОР и Московская школа управления СКОЛКОВО считают заслуживающими доверия. При этом НАУФОР и Московская школа управления СКОЛКОВО не несут ответственности за возможные убытки, которые возникнут в результате использования информации, содержащейся в данном обзоре.

**ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ:**

Настоящий обзор носит строго информационный характер и не является предложением к совершению операций на рынке ценных бумаг. Оценки, отраженные в обзоре, основаны исключительно на мнениях составителей. Составители не несут ответственности за инвестиционные решения третьих лиц, которые могут привести к прямым или косвенным убыткам, возникшим в результате использования третьими лицами информации, содержащейся в данном обзоре.

При подготовке настоящего обзора были использованы источники информации, которые, по обоснованному мнению составителей, являются надежными и авторитетными. Полученные данные составители считают достоверными, однако они не могут гарантировать их абсолютную точность.

Составители не берут на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем обзоре, или исправлять возможные неточности.

# Введение

Предлагаем вашему вниманию очередной обзор российского рынка ценных бумаг.

Цель таких обзоров, которые мы, начиная с 2007 года, выпускаем каждые полгода, – дать обобщенное представление о российском фондовом рынке и его ключевых элементах – инструментах, участниках, инфраструктуре, системе регулирования и надзора, а также об основных событиях, произошедших на рынке в течение этого периода.

Обзоры готовятся Национальной ассоциацией участников фондового рынка при деятельном участии Московской школы управления СКОЛКОВО.

Несколько существенных замечаний:

во-первых, в обзоре мы стремились избежать развернутых комментариев и оценочных суждений, кроме тех, которые нужны для понимания приводимых в обзоре данных, их динамики, а также особенностей российского рынка ценных бумаг;

во-вторых, в большинстве случаев мы приводим данные на конец 2008 г., однако в ряде случаев, когда такие данные на момент составления обзора отсутствовали, мы приводим имеющиеся данные, наиболее близкие к этой дате;

в-третьих, мы не ставим своей целью показать длительный период развития российского рынка, предшествовавший 2008 г. В большинстве случаев, когда мы приводим исторические данные, то ограничиваемся данными с 2005 г.;

в-четвертых, числовые показатели в обзоре представлены как в национальной, так и в иностранной валюте. Это связано с особенностями проведения торгов и представления их итогов;

в-пятых, в ряде случаев мы приводим данные из разных источников, для того чтобы показать существующие различия в оценках или расчетах.

Выражаем благодарность Группе ММВБ, Группе РТС, Группе компаний «РЕГИОН», Национальной лиге управляющих, компаниям Standard&Poor's, Ernst&Young, ЗАО «Интерфакс Бизнес Сервис», ЗАО «Интерфакс» (БД СПАРК), ЗАО «Финмаркет» (проект RusBonds) и CBONDS, а также проекту Offering.ru/«IPO в России» за предоставленные материалы и содействие.

## Основные показатели и тенденции 2008 года

*В 2008 г. российский рынок ценных бумаг оказался вовлеченным в глобальный финансовый и экономический кризис, позитивная динамика, наблюдавшаяся в 2005-2007 гг., сменилась глубоким спадом по всем секторам рынка. В 2008 году четко различаются два этапа. Первый из них приходится на январь-август. Это эволюционный период, в течение которого рынок развивался по инерции. На второй этап – с сентября по декабрь – пришлась активная фаза финансового кризиса, что привело к радикальным изменениям на российском рынке ценных бумаг. В результате кризиса и мер по его стабилизации потеряны объективные ценовые ориентиры, многие рыночные показатели приобрели аномальный характер и не в полной мере отражают фундаментальные рыночные параметры.*

**Рынок акций.** Капитализация российского рынка акций снизилась на 72% и составила 0,37 трлн долл. Соотношение капитализация/ВВП упало в 3,7 раза и составило 26,5%. Высокая концентрация капитализации рынка акций российских компаний сохранилась: на долю десяти наиболее капитализированных компаний приходится около 70% капитализации. В отраслевом разрезе 57% капитализации приходится на сектор добычи и переработки нефти и газа. Внутренний биржевой оборот сделок с акциями российских компаний в денежном выражении без учета сделок РЕПО снизился на 17% и по итогам года составил около 12,8 трлн руб. (0,52 трлн долл.). Доля сделок РЕПО в общем биржевом обороте акций в течение года увеличивалась и превысила 60%. В июле – ноябре проявился сдвиг торговой активности на внешние рынки, в отдельные периоды объем сделок с депозитарными расписками российских компаний на зарубежных торговых площадках превышал объем сделок с акциями на внутреннем рынке.

**Рынок корпоративных облигаций.** Общий объем корпоративных облигаций в обращении увеличился на 27% и составил 1,6 трлн руб., количество эмитентов облигаций немного уменьшилось и составило 463 компании. В сравнении с ВВП объем корпоративных облигаций в обращении остается незначительным и составляет 3,8%. Суммарный биржевой и внебиржевой объем сделок с корпоративными облигациями (без учета сделок РЕПО) увеличился на 6% и составил 3,9 трлн руб., в течение первых трех кварталов доля биржевых сделок составляла в среднем 75%, в четвертом она снизилась до 52%. Объем биржевых сделок без учета сделок РЕПО снизился на 3,5% и составил 2,6 трлн руб. Доля сделок РЕПО в общем биржевом обороте в течение первых трех кварталов увеличилась с 78 до 82%, в четвертом квартале она снизилась до 53%. Объем первичных размещений корпоративных облигаций составил 609 млрд руб. и пришелся на период до августа. На рынке корпоративных облигаций появился новый долговой инструмент – биржевые облигации, объем размещений и оборот незначительны. В течение года до 10% компаний – эмитентов облигаций допустили различного рода нарушения в обслуживании долга, объем неисполненных обязательств по дефолтам оценивается в 27 млрд руб.

**Срочный рынок.** Рынок срочных контрактов, базисным активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы, в течение года в целом вырос. Предлагались немногим менее 90 типов

контрактов, вместе с тем увеличивается концентрация сделок со срочными контрактами на фондовые индексы. Объем сделок в денежном выражении увеличился на 44% и составил 10,5 трлн руб., объем сделок в количестве контрактов возрос на 57%, число сделок выросло на 142% и достигло 28,1 млн. В четвертом квартале на фоне возросшего количества сделок наблюдался спад объемных показателей срочного рынка в сравнении с предыдущими кварталами. Также в четвертом квартале рынок опционов резко сократился по всем показателям.

Соотношение объема рынка срочных контрактов, базовым активом которых являются акции и индексы на акции, и объема спот-рынка акций без учета сделок РЕПО достигло 83%.

**Фондовые индексы.** Основные фондовые индексы испытали замедление и глубокое падение. Доходность (в процентах годовых) по сводным индексам для Индекса РТС составила минус 71,4%, а для Индекса ММВБ – минус 66,5%. Отрицательную доходность показали все отраслевые и капитализационные индексы, ведущиеся фондовыми биржами. Наибольшее падение произошло по индексам промышленности (минус 85%). Волатильность фондовых индексов увеличилась в среднем в три раза. Стала проявляться разбалансированность аналогичных фондовых индексов, рассчитываемых разными фондовыми биржами.

**Эмитенты.** Количество эмитентов акций и облигаций, представленных на организованных рынках, снизилось на 5-7%. Публичные предложения акций приостановились – в течение года семь компаний осуществили размещения на сумму 1,7 млрд долл. На ведущих фондовых биржах созданы альтернативные площадки, предназначенные для размещения и обращения ценных бумаг инновационных компаний и компаний малой капитализации. Количество компаний, представленных на этих площадках, объемы размещений и объемы вторичного рынка незначительны. Из данных по отчитываемым через фондовые биржи внебиржевым сделкам с ценными бумагами, включенными в котировальные списки, следует, что в течение года объем внебиржевых сделок не снижался ниже 25% общего объема, а в отдельные периоды достигал уровня 45%.

**Частные инвесторы.** Количество частных инвесторов, оперирующих на ФБ ММВБ, растет и составило 559 тыс., число активных инвесторов от месяца к месяцу изменялось от 62,5 тыс. чел. до 90,7 тыс. чел. в зависимости от конъюнктуры рынка.

**Коллективные инвесторы.** Количество ПИФ незначительно увеличилось и составило 1020 фондов, увеличение произошло за счет роста числа закрытых ПИФ, количество открытых и интервальных ПИФ сократилось. Суммарная стоимость чистых активов ПИФ уменьшилась на 136 млрд руб. (на 17,5% в относительном выражении) и составила 646,0 млрд руб. В наибольшей степени (на 65-70%) снизилась стоимость чистых активов открытых и интервальных ПИФ. В открытых ПИФ зафиксировано отрицательное сальдо чистого привлечения средств: отток составил 16,6 млрд руб.

**Зарубежные инвестиционные фонды.** По имеющимся оценкам, в российские активы (как акции, так и депозитарные расписки) инвестирует около 2400 зарубежных фондов из числа тех, которые имеют обязанность раскрывать информацию о своей деятельности. Отмечается общий рост инвестиций этих фондов в российские активы, объем ценных бумаг российских компаний оценивается в 76 млрд долл., четверть этих активов приобретена на российских биржах. Характерно, что в глобальных фондах (доля российских активов менее 10%) отмечено уменьшение объемов ценных бумаг российских компаний. Вместе с тем в специализированных фондах (доля российских активов более 75%) объем ценных бумаг российских компаний увеличился.

# 1. Инструменты

## 1.1. Акции

Российское законодательство требует регистрировать все выпуски акций всех акционерных обществ (в том числе закрытых). Данные БД СПАРК в части эмитентов и выпусков акций представлены в табл. 1.

**Таблица 1** Эмитенты акций

|  | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    |
|--|---------|---------|---------|---------|
| Количество эмитентов акций             | 460 352 | 471 010 | 481 372 | 487 765 |
| <i>в том числе ОАО</i>                 | 62 960  | 64 431  | 65 706  | 66 466  |
| Количество выпусков акций <sup>1</sup> | 463 206 | 473 881 | 483 244 | 490 645 |

Источник: «Интерфакс» (БД СПАРК).

подавляющая часть всех этих акций абсолютно неликвидна и не имеет какого-либо вторичного рынка.

Крайне малая часть эмитентов акций представлена на фондовых биржах. В табл. 2 приведены сводные данные по акциям, которые предлагаются на российских фондовых биржах.

**Таблица 2** Организованный рынок акций

|  | ФБ ММВБ |       |       |       | РТС   |       |       |       |
|--|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  | 2005    | 2006  | 2007  | 2008  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
| Количество эмитентов акций                         | 163     | 190   | 208   | 231   | 261   | 281   | 302   | 275   |
| Количество выпусков акций                          | 256     | 325   | 309   | 309   | 383   | 398   | 413   | 395   |
| <i>в том числе в котировальных списках (АО/АП)</i> | 34/16   | 46/14 | 71/16 | 86/15 | 46/13 | 63/13 | 87/16 | 95/15 |

Источники: ММВБ, РТС.

Таким образом, как следует из табл. 1 и 2, на фондовых биржах в качестве эмитентов акций представлено менее 0,5% всех открытых акционерных обществ, и этот показатель остается практически неизменным в течение последних лет.

В целом в 2005-2008 гг. число публичных эмитентов акций имеет определенную тенденцию к росту, тем не менее качественных изменений за этот период не произошло. Следует отметить, что большинство выпусков акций, представленных на организованных рынках (около 70% от общего числа в 2007-2008 гг.), относятся к ценным бумагам, допущенным к торгам без прохождения процедуры

<sup>1</sup> Без учета дополнительных выпусков.

листинга (внесписочным ценным бумагам). В 2005-2006 гг. этот показатель был выше – около 80%. Темпы роста числа инструментов, включенных в котировальные списки различных уровней, в 2006-2007 гг. составляли 30-35% в год, в 2008 г. этот показатель составил 7-15% к началу года.

Характерной особенностью российского рынка ценных бумаг является возможность одновременного проведения организованных торгов ценными бумагами одного эмитента на нескольких фондовых биржах. Поэтому значительная часть эмитентов представлена на обеих основных российских фондовых биржах, акции ряда российских эмитентов в виде депозитарных расписок торгуются также на зарубежных биржах. По оценкам агентства Standard&Poor's<sup>2</sup>, количество российских эмитентов, акции которых допущены к торговле на РТС, ФБ ММВБ, NYSE, NASDAQ, а также входят в LSE-listed S&P EMDB Russia index, в декабре 2006 г. составляло 309 компаний, в декабре 2007 г. – 328 компаний, в сентябре 2008 г. эта оценка снизилась до 307 компаний.

Данные по капитализации рынка акций российских эмитентов представлены в табл. 3. Необходимо отметить, что в настоящее время отсутствует общепризнанная методология расчета капитализации рынка акций российских компаний, поэтому в настоящем обзоре используются данные из различных источников.

**Таблица 3** Капитализация рынка акций российских эмитентов

| Период                                     | размерность | 2005         | 2006         | 2007         | 2008   |        |        |              |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|--------|--------|--------|--------------|
|  |             |              |              |              | Q1     | Q2     | Q3     | Q4           |
| ФБ ММВБ (для акций, обращающихся на бирже) | млрд руб.   | 7 440        | 23 338       | 29 974       | 26 017 | 29 305 | 15 975 | 9 912        |
|  | млрд долл.  | 259          | 885          | 1 217        | 1 106  | 1 249  | 633    | 337          |
| ФБ ММВБ (общая оценка рынка акций)         | млрд руб.   | нд           | 25 482       | 32 740       | 28 971 | 32 263 | 18 360 | 11 017       |
|  | млрд долл.  | нд           | 966          | 1 329        | 1 232  | 1 375  | 727    | 375          |
| РТС (для акций, обращающихся на бирже)     | млрд долл.  | 329          | 966          | 1 329        | 1 232  | 1 375  | 727    | 374          |
| Оценка S&P <sup>3</sup>                    | млрд долл.  | 549          | 1 057        | 1 503        | 1 406  | 1 524  | 788    | нд           |
| ВВП  | млрд руб.   | 21 625       | 26 904       | 33 114       |        |        |        | 41 540       |
| <b>Капитализация/ВВП<sup>4</sup></b>       | <b>%</b>    | <b>34,41</b> | <b>94,72</b> | <b>98,87</b> |        |        |        | <b>26,52</b> |

Источники: ММВБ, РТС, ФСГС, S&P.

Рост капитализации рынка акций российских эмитентов, наблюдавшийся в предыдущие годы (2006 г. – 175%, 2007 г. – 40%), в первом полугодии 2008 г. приостановился, а во втором полугодии капитализация начала резко снижаться. В целом к концу 2008 г. годовое снижение капитализации составило свыше 950 млрд долл. в абсолютном выражении, или 71,9% в относительном выражении. Соответственно, соотношение капитализация/ВВП, которое в 2006-2007 гг. приблизилось к уровню 100%, в 2008 г. снизилось до 26,5% – уровня 2000-2001 гг. Необходимо отметить, что если в 2005 г. доля капитализации акций российских эмитентов, приходящаяся на зарубежные торговые площадки, оценивалась в 40%, то в 2006 г. – 9 мес. 2008 г. этот показатель находится на уровне 9-12%.

Российский рынок акций отличается высокой концентрацией капитализации как с точки зрения эмитентов, так и с точки зрения отраслей, к которым эмитенты относятся.

В табл. 4 представлен список десяти наиболее капитализированных компаний, а в табл. 5 динамика изменения доли десяти наиболее капитализированных компаний в течение 2006-2008 гг.

2 Emerging Stock Markets Review, S&P, серия выпусков 2006-2008 гг.

3 В оценку включены российские эмитенты, акции которых допущены к торгам на РТС, ФБ ММВБ, NYSE, NASDAQ, а также входят в LSE-listed S&P EMDB Russia index.

4 При расчетах учитывается капитализация внутреннего рынка акций.

**Таблица 4** Список наиболее капитализированных российских эмитентов (по итогам 2008 г.)

| № п. п.                    | Эмитент                      | Капитализация (млрд долл.) | Доля в общей капитализации (%) |
|----------------------------|------------------------------|----------------------------|--------------------------------|
| 1                          | ОАО «Газпром»                | 86,7                       | 25,7                           |
| 2                          | ОАО «НК «Роснефть»           | 36,0                       | 10,7                           |
| 3                          | ОАО «ЛУКОЙЛ»                 | 27,7                       | 8,2                            |
| 4                          | ОАО «Сургутнефтегаз»         | 21,5                       | 6,4                            |
| 5                          | ОАО «Сбербанк России»        | 17,1                       | 5,1                            |
| 6                          | ОАО «ГМК «Норильский никель» | 12,8                       | 3,8                            |
| 7                          | ОАО «Газпром нефть»          | 10,0                       | 3,0                            |
| 8                          | ОАО «Банк ВТБ»               | 7,7                        | 2,3                            |
| 9                          | ОАО «Мобильные ТелеСистемы»  | 7,6                        | 2,2                            |
| 10                         | ОАО «Ростелеком»             | 6,6                        | 1,9                            |
| <b>ИТОГО</b>               |                              | <b>233,6</b>               | <b>69,2</b>                    |
| <b>Общая капитализация</b> |                              | <b>337,4</b>               | <b>100,0</b>                   |

Источник: ММВБ.

**Таблица 5** Доля десяти наиболее капитализированных эмитентов в общей капитализации рынка акций

|                       | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |      |      |      |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
|                       |      |      |      | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |
| ВСЕГО (%)             | 77,7 | 78,5 | 68,5 | 66,7 | 66,4 | 69,0 | 69,3 |
| в т. ч. ОАО «Газпром» | -    | 30,7 | 27,3 | 27,0 | 27,6 | 28,3 | 25,7 |

Рассчитано по данным ММВБ.

В течение последних лет список десяти наиболее капитализированных эмитентов меняется незначительно. Конец 2005 г. был ознаменован либерализацией акций ОАО «Газпром», и начиная с 2006 г. этот эмитент возглавляет список наиболее капитализированных российских компаний. В 2006 г. новым эмитентом после проведения IPO в этом списке стала ОАО «НК «Роснефть», а в 2007 г. также в результате IPO – ОАО «Банк ВТБ». В середине 2008 г. в результате завершения реформирования электроэнергетической отрасли прекратил свою деятельность один из наиболее капитализированных и ликвидных эмитентов – РАО «ЕЭС России». Снижение концентрации капитализации эмитентов в последние годы было незначительным. Рост доли десяти наиболее капитализированных эмитентов, проявившийся во втором полугодии 2008 г. по сравнению с периодом конец 2007 г. – первое полугодие 2008 г., на наш взгляд, не является изменением тенденции.

В табл. 6 в динамике за последние годы приведены данные по отраслевой концентрации капитализации российского рынка акций. В данной таблице предприятия нефтехимической промышленности и производства минеральных удобрений отнесены к отрасли химической промышленности, фармацевтической промышленности – к прочим отраслям.

**Таблица 6** Отраслевая структура капитализации российского рынка акций

| № п. п. | Отрасль                           | 2006 | 2007 | 2008 |      |      |      |
|---------|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|
|         |                                   |      |      | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   |
| 1       | Топливная промышленность          | 62,4 | 50,4 | 50,9 | 53,5 | 56,2 | 57,0 |
| 2       | Финансовая деятельность           | 9,2  | 11,8 | 10,2 | 9,0  | 9,6  | 10,1 |
| 3       | Электроэнергетика                 | 11,9 | 12,5 | 11,6 | 11,0 | 6,9  | 8,9  |
| 4       | Металлургия                       | 8,1  | 11,0 | 12,2 | 11,5 | 10,4 | 9,6  |
| 5       | Связь                             | 4,1  | 5,8  | 5,5  | 4,7  | 5,5  | 5,6  |
| 6       | Пищевая промышленность            | 1,5  | 1,3  | 1,2  | 1,1  | 1,5  | 1,2  |
| 7       | Строительство                     | 0,0  | 1,3  | 1,2  | 1,2  | 0,6  | 0,5  |
| 8       | Машиностроение и металлообработка | 0,8  | 1,1  | 1,2  | 1,1  | 1,0  | 0,7  |
| 9       | Транспорт                         | 0,8  | 1,2  | 1,1  | 0,9  | 1,0  | 1,8  |
| 10      | Торговля                          | 0,6  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,9  | 0,7  |
| 11      | Горнодобывающая промышленность    | 0,3  | 0,7  | 0,9  | 1,2  | 2,6  | 1,9  |
| 12      | Химическая промышленность         | 0,2  | 1,5  | 2,0  | 3,0  | 2,3  | 1,4  |
| 13      | Прочие отрасли                    | 0,2  | 1,0  | 1,1  | 1,1  | 1,6  | 0,5  |

Источник: ММВБ.

Как следует из табл. 6, возникшая в 2007 г. тенденция к снижению доли компаний, специализирующихся в области добычи и переработки нефти и газа, дальнейшего развития не получила, по-прежнему более половины капитализации российского рынка акций сосредоточено в секторе топливной промышленности. Увеличение доли этого сектора в общей капитализации, проявившееся во втором полугодии 2008 г., также, на наш взгляд, является не изменением тенденции, а следствием повышенной волатильности и сбоями в ценообразовании. Позитивной тенденцией в отраслевой структуре, которая проявилась в 2007 г., явилось увеличение доли компаний финансовой сферы, что было связано с проведенными крупными предложениями акций двух кредитных организаций – ОАО «Сбербанк России» и ОАО «Банк ВТБ». Однако в 2008 г. эта тенденция продолжения не получила. Во втором полугодии 2008 г. ощутимо снизилась доля компаний электроэнергетики, это связано с прекращением деятельности РАО «ЕЭС России». Также уменьшилась доля металлургического сектора. В остальном в отраслевой структуре капитализации за последние годы каких-либо значимых изменений не произошло.

В табл. 7 приведены данные, характеризующие объемы торгов акциями российских компаний на ведущих фондовых биржах.

Таблица 7 Объемы торгов акциями российских компаний

| Период  | размер-<br>ность | 2005    | 2006     | 2007     | 2008    |          |         |         | 2008     |
|---|------------------|---------|----------|----------|---------|----------|---------|---------|----------|
|   |                  | итого   | итого    | итого    | Q1      | Q2       | Q3      | Q4      | итого    |
| ФБ ММВБ <sup>5</sup>  | млрд руб.        | 4 025,0 | 14 859,6 | 30 927,1 | 9 570,2 | 10 249,6 | 9 521,5 | 4 363,5 | 33 704,7 |
| <i>Доля сделок РЕПО в общем объеме сделок с акциями на ФБ ММВБ</i>                | %                | 18,5    | 25,6     | 50,5     | 58,0    | 62,4     | 67,2    | 65,0    | 62,8     |
| Классический рынок РТС <sup>6</sup>   | млрд долл.       | 7,7     | 16,1     | 14,6     | 3,6     | 3,1      | 2,44    | 0,67    | 9,8      |
| <i>Доля сделок РЕПО в общем объеме сделок с акциями на Классическом рынке РТС</i> | %                | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0      |
| Биржевой рынок РТС <sup>7</sup>   | млрд. руб        | 82,0    | 27,3     | 23,5     | 4,9     | 7,4      | 7,35    | 8,50    | 28,1     |
| <i>Доля сделок РЕПО в общем объеме сделок с акциями на Биржевом рынке РТС</i>     | %                | 0,6     | 12,0     | 36,3     | 48,3    | 44,6     | 61,3    | 20,1    | 42,2     |
| ФБ СПБ <sup>8</sup>   | млрд. руб        | 936,8   | 1 205,9  | 64,2     | 21,1    | 18,0     | 1,92    | 0,62    | 41,7     |
| <i>Доля сделок РЕПО в общем объеме сделок с акциями на ФБ СПБ</i>                 | %                | 17,5    | 25,1     | 64,8     | 89,9    | 86,5     | 36,4    | 21,6    | 85,0     |
| Средний курс доллара США за период (справочно)                                    |                  | 28,28   | 27,18    | 25,57    | 24,26   | 23,63    | 24,24   | 27,25   | 24,81    |
| <b>ИТОГО (оценочно) с учетом сделок РЕПО</b>                                      |                  |         |          |          |         |          |         |         |          |
|   | млрд. руб        | 5 260,2 | 16 530,5 | 31 386,8 | 9 682,5 | 10 349,1 | 9 589,8 | 4 390,8 | 34 012,3 |
|   | млрд долл.       | 186,0   | 608,2    | 1 233,2  | 399,1   | 438,0    | 395,6   | 161,1   | 1 393,8  |
| <b>ИТОГО (оценочно) без учета сделок РЕПО</b>                                     |                  |         |          |          |         |          |         |         |          |
|   | млрд. руб        | 4 354,1 | 12 415,6 | 15 713,0 | 4 113,1 | 3 934,7  | 3 183,8 | 1 552,2 | 12 783,8 |
|   | млрд долл.       | 151,3   | 471,5    | 621,2    | 169,5   | 166,5    | 131,3   | 57,0    | 524,4    |
| <b>Оценка S&amp;P</b>   |                  | 159,3   | 514,4    | 754,5    | 222,0   | 214,5    | 183,0   | нд      | нд       |
| Коэффициент оборачиваемости (год) <sup>9</sup>                                    | %                | 45,98   | 48,81    | 46,74    |         |          |         |         | 140,27   |
| Коэффициент оборачиваемости (квартал) <sup>9</sup>                                | %                |         |          |          | 13,76   | 12,11    | 18,07   | 15,24   |          |

Источники: Банк России, ММВБ, РТС, S&P.

Объемы биржевых сделок с акциями российских компаний в 2005-2007 гг. (в денежном выражении) постоянно росли. Так, суммарный объем торгов на ведущих торговых площадках (без учета сделок РЕПО) в 2006 г. по сравнению с 2005 г. увеличился практически в три раза; в 2007 г. годовой прирост был меньше – около 30%. В первом полугодии 2008 г. рост приостановился, а во втором

5 Учитываются аукционный режим, режим переговорных сделок, сделки в порядке первичного размещения и сделки РЕПО.

6 Учитываются рыночные, адресные сделки и сделки РЕПО.

7 Учитываются рыночные, адресные сделки и сделки РЕПО.

8 Учитываются рыночные, адресные сделки и сделки РЕПО.

9 В данном случае рассматривается как отношение объема сделок (без учета сделок РЕПО) за период (год, квартал) к капитализации на конец периода.

полугодии поквартальный объем сделок начал уменьшаться. Соответственно, по итогам 2008 г. суммарный объем торгов (без учета сделок РЕПО) снизился в зависимости от валюты расчетов на 16-18%. Следует отметить, что для сравнения объемов биржевых сделок используется денежное выражение, поэтому свою роль в оценках сыграло обесценивание торгуемых активов вследствие резкого падения котировок. Коэффициент оборачиваемости биржевой торговли акциями по итогам 2008 г. аномально вырос, это является следствием резкого снижения капитализации к концу года.

Необходимо обратить внимание, что начиная с 2007 г. существенно изменилась доля сделок РЕПО с акциями. Если в 2005 г. она суммарно оценивалась в 17% общего объема биржевых операций с акциями на внутреннем рынке, а в 2006 г. – 25%, то в 2007 г. этот показатель достиг качественно иного уровня – 50%. В 2008 г. доля сделок РЕПО с акциями на внутреннем рынке еще увеличилась и превысила 60%, причем на некоторых фондовых биржах объем таких сделок превысил 85%, т. е. был абсолютно преобладающим. Таким образом, в последние годы внутренний биржевой рынок акций все больше и больше используется в качестве денежного рынка под обеспечение ценными бумагами. Спад доли сделок РЕПО на некоторых биржах в четвертом квартале не является изменением тенденции, скорее всего, это следствие того, что в условиях финансового кризиса доверие участников торгов друг к другу снизилось.

Торговля акциями сфокусирована на весьма ограниченном круге инструментов. В табл. 8 приведен список эмитентов, сделки с акциями которых на ФБ ММВБ по итогам 2008 г. проводились наиболее активно<sup>10</sup>.

**Таблица 8** Список эмитентов, сделки с акциями которых на рынке акций ФБ ММВБ проводились наиболее активно (по итогам 2008 г.)

| № п. п.      | Эмитент                      | Доля в общем обороте (%) |
|--------------|------------------------------|--------------------------|
| 1            | ОАО «Газпром»                | 27,8                     |
| 2            | ОАО «Сбербанк России»        | 26,4                     |
| 3            | ОАО «ГМК «Норильский никель» | 12,6                     |
| 4            | РАО «ЕЭС России»             | 5,3                      |
| 5            | ОАО «Лукойл»                 | 5,0                      |
| 6            | ОАО «Сургутнефтегаз»         | 4,6                      |
| 7            | ОАО «Ростелеком»             | 4,3                      |
| 8            | ОАО «НК Роснефть»            | 2,9                      |
| 9            | ОАО «Банк ВТБ»               | 2,5                      |
| 10           | ОАО «Татнефть»               | 1,2                      |
| <b>ИТОГО</b> |                              | <b>92,6</b>              |

Источник: ММВБ.

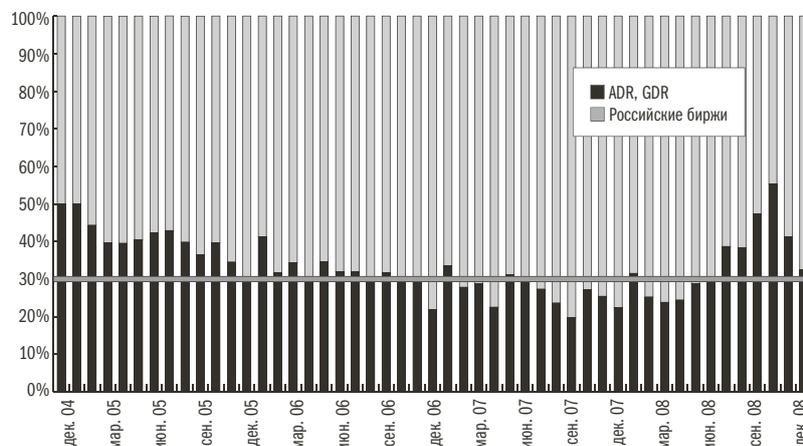
Концентрация оборотов имеет крайне незначительную тенденцию к снижению (доля десяти наиболее ликвидных эмитентов акций по итогам 2006 г. составляла 96,6%, по итогам 2007 г. – 94,8%<sup>11</sup>). В течение последних лет список наиболее ликвидных эмитентов акций изменяется мало, в 2006 г. в него вошло ОАО «НК Роснефть», а в 2007 г. – ОАО «Банк ВТБ».

Существенным вопросом для российского рынка ценных бумаг является соотношение внутренних и зарубежных торговых площадок в общей структуре оборота российских акций.

<sup>10</sup> С учетом сделок РЕПО.

<sup>11</sup> По данным ММВБ.

**Рис. 1** Объемы торгов депозитарными расписками и акциями российских компаний, депозитарные расписки которых торгуются на зарубежных биржах



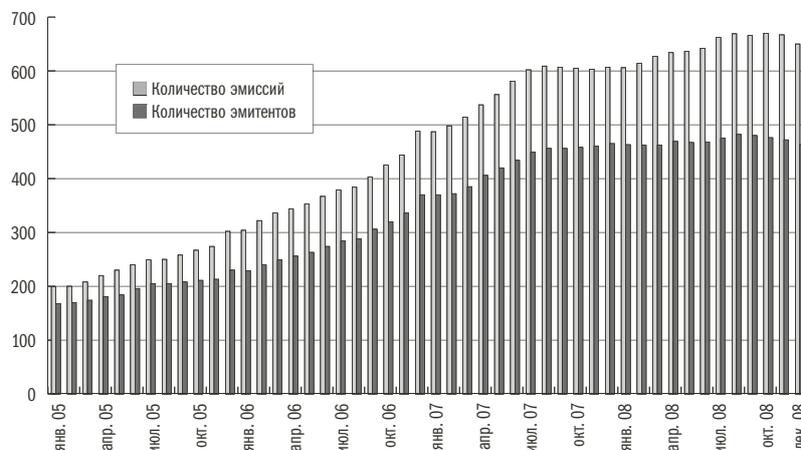
Источник: ММВБ.

В конце 1990-х годов зарубежная торговля в форме депозитарных расписок далеко превосходила торговлю внутри страны. Однако с конца 2004 г. (см. рис. 1) отечественные биржи восстановили паритет с зарубежными и в течение 2005-2007 гг. установили соотношение в среднем 70 на 30% с незначительными колебаниями в ту или иную сторону. Вместе с тем во второй половине 2008 г. (июль-ноябрь) сложившееся соотношение было нарушено, и в отдельные периоды объем торгов на зарубежных площадках превышал объем торгов на внутреннем биржевом рынке. К концу 2008 г. сложившееся соотношение 70 на 30% в пользу внутренних торговых площадок восстановилось.

## 1.2. Корпоративные облигации

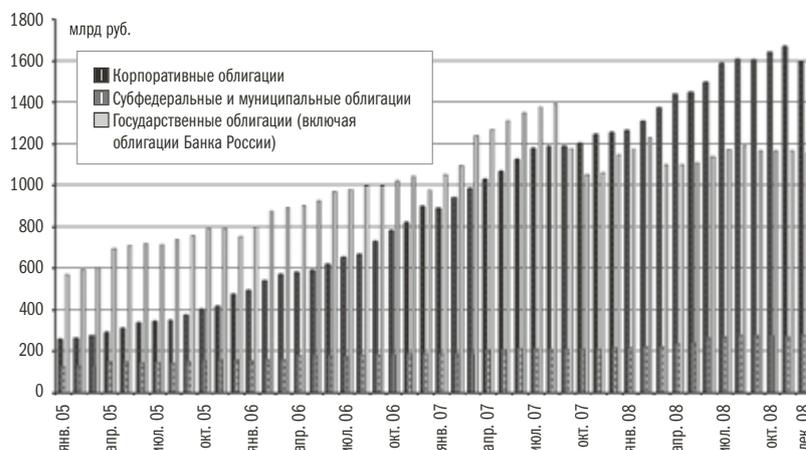
В отличие от многих других национальных облигационных рынков, внутренний российский рынок корпоративных облигаций с самого начала развивался как преимущественно биржевой. Развитие рынка корпоративных облигаций в последние годы характеризовалось увеличением количества эмитентов, выпусков и ростом объемов торгов.

Однако, как видно из рис. 2, начиная с июля 2007 г. темпы роста количества выпусков облигаций и эмитентов облигаций резко замедлились (в 2005 г. эти показатели составляли 52,7 и 36,3%, в 2006 г. – 61,6 и 60,9%, в 2007 г. – 24,4 и 25,7%). По данным агентства CBONDS, на конец 2008 г. в обращении на внутреннем рынке находилось 650 выпусков корпоративных облигаций (на 7% больше, чем в конце 2007 г.). Вместе с тем количество эмитентов облигаций за год незначительно снизилось – с 465 до 463 компаний.

**Рис. 2** Количество корпоративных эмитентов и эмиссий на внутреннем долговом рынке

Источник: CBONDS.

Общий объем корпоративных облигаций российских предприятий в обращении (см. рис. 3) на конец 2008 г., по данным агентства CBONDS, составил 1596,67 млрд руб. по номинальной стоимости, увеличившись по сравнению с 2007 г. на 27%. В сравнении с 2005-2006 гг. такие темпы роста также следует признать незначительными (в 2005 г. годовой прирост составил 88,3%, в 2006 г. – 87,4%, а в 2007 г. он снизился до 39,2%).

**Рис. 3** Объем внутреннего долгового рынка (по номинальной стоимости)

Источник: CBONDS.

В целом в сравнении с ВВП объем корпоративных облигаций в обращении остается незначительным (2005 г. – 2,3%, 2006 г. – 3,4%, 2007 г. – 3,8%, 2008 г. – 3,8%).

Необходимо обратить внимание (см. рис. 2 и 3), что в октябре – ноябре 2008 г. начала проявляться тенденция снижения количества эмитентов, эмиссий и общего объема корпоративных облигаций в обращении.

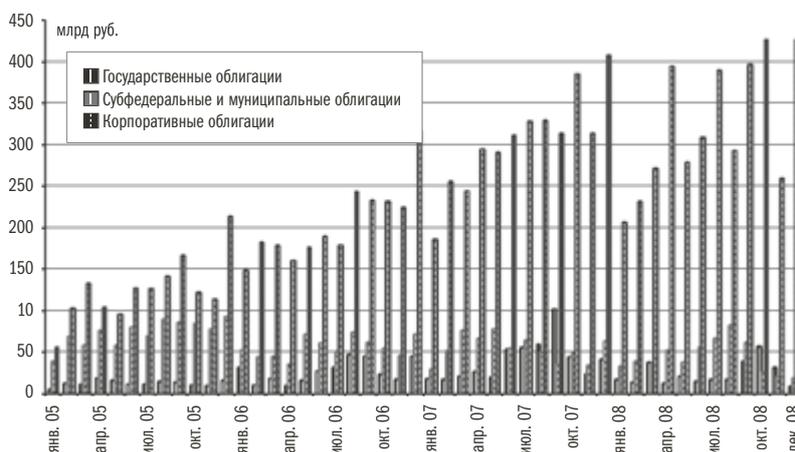
В 2008 г. целый ряд компаний – эмитентов облигаций проявил неспособность своевременно и в полном объеме исполнять свои обязательства. По данным агентства CBONDS, в течение года нарушения в выплатах были допущены по 54 выпускам облигаций 49 эмитентов. Дефолт произошел по 37 выпускам корпоративных облигаций 33 эмитентов на общую сумму свыше 27 млрд руб.<sup>12</sup> Таким образом, до 10% эмитентов корпоративных облигаций допустили различные нарушения в обслуживании долга. Это новое явление, которое в предыдущие годы в таких масштабах не наблюдалось: в 2002-2007 гг., по данным того же агентства, было зафиксировано десять случаев неисполнения обязательств по корпоративным облигациям.

Следует отметить, что в сентябре 2007 г. объем корпоративных облигаций превысил объем государственных облигаций, включая облигации Банка России, в дальнейшем этот разрыв постоянно увеличивается. Характерно, что в общем объеме корпоративных облигаций в обращении постоянно растет доля компаний финансового сектора<sup>13</sup>: в конце 2005 г. она составляла 20,7%, в 2006 г. – 26,3%, в 2007 г. достигла 32,4%, а в 2008 г. – 40,1%. Таким образом, финансовые компании, в первую очередь кредитные организации, все в больших объемах используют долгового рынок для дополнительного долгового финансирования.

Объем первичных размещений корпоративных облигаций в 2008 г. оценивается<sup>14</sup> в 609,8 млрд руб., причем основной объем размещений пришелся на период до августа с пиками в марте и июле, затем размещения приостановились. В 2007 г. объем первичных размещений корпоративных облигаций составил величину около 484 млрд руб., в 2006 г. – 470 млрд руб. В объеме первичных размещений 2008 г., по оценкам экспертов, значима доля так называемых «технических» размещений, проведенных в первую очередь крупнейшими российскими банками. Без них объем первичных размещений в 2008 г. остается на уровне 2006-2007 гг. и оценивается в 470 млрд руб.

Вторичный рынок<sup>15</sup> (как биржевой, так и внебиржевой) корпоративных облигаций в последние годы постоянно увеличивается в объеме (см. рис. 4). Однако в течение года обороты от месяца к месяцу существенно отличаются. Так, в последние годы значительно проявились сезонные факторы: выделяются активность в декабре и спад в начале года. В этом смысле 2008 г. не отличается от предыдущих периодов, за исключением резкого скачка оборотов в апреле и октябре.

**Рис. 4** Общий объем торгов на внутреннем долговом рынке (помесечно)



Источник: CBONDS.

12 В номинальном выражении без учета тех объемов, по которым эмитенты облигаций смогли реструктурировать долг.

13 Оценка CBONDS.

14 Оценка ГК «Регион».

15 Здесь и далее при оценке объемов вторичного рынка всех типов облигаций, если это не оговаривается особо, сделки РЕПО не учитываются.

Суммарный объем сделок с корпоративными облигациями (включая биржевые облигации) в 2005-2008 гг. на вторичном рынке представлен в табл. 9.

**Таблица 9** Объем сделок с корпоративными облигациями

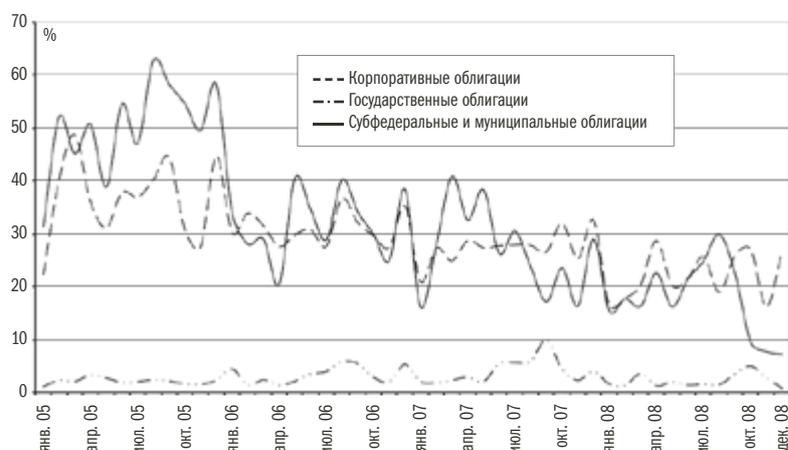
| Период                                   | размерность | 2005   | 2006   | 2007   | 2008  |       |        |        | 2008   |
|--|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
|  |             | итого  | итого  | итого  | Q1    | Q2    | Q3     | Q4     | итого  |
| Суммарный оборот                         | млрд руб.   | 1514,3 | 2437,5 | 3669,5 | 711,8 | 984,4 | 1080,6 | 1112,8 | 3889,5 |
| Доля биржевых сделок в суммарном обороте | %           | 60,31  | 72,19  | 73,92  | 70,39 | 77,68 | 72,23  | 52,70  | 67,71  |

Источник: CBONDS.

Как следует из табл. 9, объем сделок с корпоративными облигациями постоянно растет: суммарный оборот по итогам 2006 г. на 61% превысил итог 2005 г., по результатам 2007 г. объем сделок увеличился на 51%. В 2008 г. наблюдается спад темпов роста: объем сделок в 2008 г. всего на 6% больше, чем в 2007 г. Характерно, что доля биржевых сделок в общем обороте постоянно росла и в середине 2008 г. она достигла 78%. Однако во втором полугодии 2008 г. тенденция резко изменилась – четвертый квартал отмечен тем, что доля биржевых сделок с корпоративными облигациями немногим превысила 50% от общего оборота.

Рынок корпоративных облигаций отличается достаточно высокой ликвидностью (см. рис. 5).

**Рис. 5** Показатель оборачиваемости различных сегментов внутреннего долгового рынка



Источник: CBONDS.

Показатель оборачиваемости<sup>16</sup> корпоративных облигаций подвержен большим изменениям, в том числе сезонным, вместе с тем в течение 2005-2008 гг. его медианное значение постоянно уменьшается от 37% в 2005 г. до 21% в 2008 г.

Биржевая торговля корпоративными облигациями осуществляется на ФБ ММВБ и РТС. В табл. 10 приведены сводные данные по корпоративным облигациям (включая биржевые облигации),

<sup>16</sup> В данном случае рассчитывается как отношение объема торгов за месяц к объему корпоративных облигаций в обращении по номиналу по итогам месяца.

которые обращаются на российских фондовых биржах, а в табл. 11 данные по объемам торгов облигациями на ФБ ММВБ<sup>17</sup>.

**Таблица 10** Организованный рынок корпоративных облигаций

|  | ФБ ММВБ |       |         |         | РТС  |      |      |      |
|--|---------|-------|---------|---------|------|------|------|------|
|  | 2005    | 2006  | 2007    | 2008    | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| Количество эмитентов облигаций                         | 202     | 316   | 445     | 455     | 4    | 77   | 79   | 74   |
| Количество выпусков облигаций                          | 250     | 414   | 577     | 622     | 4    | 118  | 120  | 108  |
| в том числе в котировальных списках (эмитенты/выпуски) | 46/62   | 69/98 | 149/207 | 198/280 | 1/1  | 0/0  | 0/0  | 2/2  |

Источники: ММВБ, РТС.

**Таблица 11** Объемы торгов корпоративными облигациями на ФБ ММВБ<sup>18</sup>

| Период                  | размерность |   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008    |        |        |        | 2008    |       |
|-------------------------|-------------|---|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|
|                         |             |   | итого  | итого  | итого  | Q1      | Q2     | Q3     | Q4     | итого   |       |
| Корпоративные облигации |             | без РЕПО  | 900,4  | 1801,3 | 2700,5 | 500,7   | 763,0  | 775,7  | 564,8  | 2604,1  |       |
|                         |             | с РЕПО  | 1249,7 | 3665,1 | 9374,4 | 2268,57 | 3450,7 | 4433,2 | 1196,3 | 11348,8 |       |
|                         |             | доля сделок РЕПО в объеме сделок с корпоративными облигациями | %      | 27,95  | 50,85  | 71,19   | 77,93  | 77,89  | 82,50  | 52,79   | 77,05 |

Источник: ММВБ.

Таким образом, как следует из рис. 2 и табл. 10, в настоящее время около 95% всех выпусков корпоративных облигаций представлено на организованном рынке. Вместе с тем, несмотря на постоянное увеличение абсолютных объемов биржевых сделок с корпоративными облигациями, темпы роста снижаются. Так, если в 2006 г. отмечался двукратный рост по сравнению с 2005 г. (без учета сделок РЕПО), то в 2007 г. наблюдалось увеличение на 50%. В 2008 г. объем биржевых сделок с корпоративными облигациями (без учета сделок РЕПО) снизился на 3,5%.

Тенденцией, которая проявилась в последние годы, стало резкое увеличение объемов сделок РЕПО в суммарном вторичном обороте корпоративных облигаций. Так, за два года, с 2005 по 2007 г., этот показатель увеличился в 2,5 раза и превысил 70%. В 2008 г. эта тенденция продолжилась, и в третьем квартале доля сделок РЕПО достигла 82%. Таким образом, организованный рынок корпоративных облигаций, как и рынок акций, все больше используется как денежный рынок под обеспечение ценными бумагами. Снижение доли сделок РЕПО в четвертом квартале 2008 г. до 52% носит аномальный характер и не является изменением рыночной тенденции. Это следствие кризисных явлений, проявившихся в массовом неисполнении сделок и возникшем взаимном недоверии участников торгов.

17 Данные по торгам облигациями на РТС в этой таблице и табл. 16 не приводятся ввиду сравнительно малых объемов (в 2005 г. суммарный объем сделок на Классическом и Биржевом рынках РТС с корпоративными, субфедеральными и муниципальными облигациями с учетом рыночных и адресных сделок составил 0,15 млрд руб., в 2006 г. – 8,24 млрд руб., в 2007 г. – 1,23 млрд руб., в 2008 г. – 6,21 млрд руб.).

18 Учитывается аукционный режим и режим переговоров сделок. Сделки в порядке первичного размещения не учитываются.

Характерной особенностью рынка корпоративных облигаций, выгодно отличающей его от рынка акций, является небольшая концентрация объемов торговли. В табл. 12 приведены данные по десяти выпускам облигаций, биржевые сделки с которыми в 2008 г. проводились в наибольших объемах<sup>19</sup>.

**Таблица 12** Список выпусков корпоративных облигаций, сделки с которыми на ФБ ММВБ проводились наиболее активно (по итогам 2008 г.)

| № п. п.      | Ценная бумага | Эмитент                          | Доля в общем обороте (%) |
|--------------|---------------|----------------------------------|--------------------------|
| 1            | БанкМоск-2    | ОАО «Банк Москвы»                | 4,58                     |
| 2            | РЖД-08обл     | ОАО «Российские железные дороги» | 1,91                     |
| 3            | СудострБ-2    | ООО «Судостроительный банк»      | 1,60                     |
| 4            | РЖД-06обл     | ОАО «Российские железные дороги» | 1,42                     |
| 5            | ФСК ЕЭС-02    | ОАО «ФСК ЕЭС»                    | 1,39                     |
| 6            | ВТБ - 5 об    | ОАО «Банк ВТБ»                   | 1,37                     |
| 7            | ГидроОГК-1    | ОАО «УК ГидроОГК»                | 1,36                     |
| 8            | ВТБ - 6 об    | ОАО «Банк ВТБ»                   | 1,23                     |
| 9            | ИКС5фин 01    | ООО «ИКС 5 ФИНАНС»               | 1,20                     |
| 10           | СтрТрГаз03    | ОАО «Стройтрансгаз»              | 1,17                     |
| <b>ИТОГО</b> |               |                                  | <b>17,22</b>             |

Рассчитано по данным ММВБ.

Таким образом, вторичный рынок облигаций сконцентрирован на отдельных инструментах в гораздо меньшей степени, чем рынок акций. Надо отметить, что концентрация сделок с корпоративными облигациями имеет тенденцию к снижению – по итогам первого квартала 2007 г. доля в общем обороте десяти наиболее активно торгуемых корпоративных облигаций составляла 26,1%, а по итогам 2007 г. – 20,1%. Следует также подчеркнуть, что список наиболее ликвидных корпоративных облигаций подвержен заметным изменениям. Так, среди десяти эмитентов, представленных в табл. 11, только три присутствовали в аналогичном списке по итогам 2007 г.

В марте 2008 г. на ФБ ММВБ проведено дебютное размещение биржевых облигаций. Для осуществления эмиссии биржевых облигаций не требуется государственная регистрация выпуска и отчета об итогах выпуска – эти функции переданы фондовой бирже, что существенно сокращает период от принятия решения о выпуске до начала вторичных торгов. Для допуска биржевых облигаций к размещению на фондовой бирже эмитент должен соответствовать ряду требований, в том числе:

- акции эмитента биржевых облигаций должны быть включены в котировальные списки биржи;
- эмитент существует не менее трех лет и имеет надлежащим образом утвержденную годовую бухгалтерскую отчетность за два завершающих финансовых года;
- срок исполнения обязательств по биржевым облигациям не может превышать один год с даты начала их размещения.

В течение года на ФБ ММВБ было зарегистрировано 66 выпусков биржевых облигаций восьми эмитентов общим объемом 159 млрд руб. Первичное размещение осуществлено по 15 выпускам восьми эмитентов на общую сумму 14 млрд руб.<sup>20</sup> Вторичный оборот по биржевым облигациям (с учетом сделок РЕПО) составил 106,7 млрд руб., в общем объеме торгов корпоративными облигациями это менее 1%.

<sup>19</sup> С учетом сделок РЕПО.

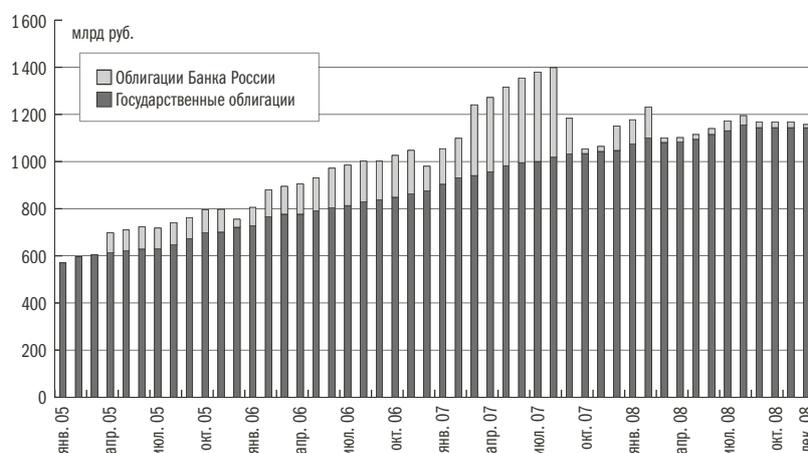
<sup>20</sup> Данные ФБ ММВБ.

### 1.3. Государственные, субфедеральные и муниципальные облигации, облигации Банка России

Первые государственные облигации Российской Федерации были выпущены в 1991 г. Бурное развитие внутреннего биржевого рынка государственных облигаций (ГКО – ОФЗ) пришлось на 1993-1998 гг., однако оно было прервано дефолтом 17 августа 1998 г., и с тех пор этот рынок никогда не достигал ни тех объемов, ни той роли в финансовой системе, которые были ему свойственны в докризисный период. Облигации Банка России, выпуск которых начался в 2005 г., формально не являются государственными ценными бумагами, хотя находятся на том же уровне надежности; они являются краткосрочными ценными бумагами и используются для управления ликвидностью коммерческих банков, другие инвесторы приобрести их не могут.

Объем рынка государственных облигаций в последние годы сохраняет тенденцию к росту (см. рис. 6).

**Рис. 6** Объем внутреннего государственного долгового рынка (по номинальной стоимости)



Источник: CBONDS.

По данным агентства CBONDS, на конец 2008 г. объем государственных облигаций, обращающихся на внутреннем рынке, составил по номинальной стоимости 1144,02 млрд руб., увеличившись по сравнению с 2007 г. на 9,2% (для сравнения: в 2006 г. прирост составил 21,4%, в 2007 г. – 19,6%). Вместе с тем объем вторичного рынка и ликвидность государственных облигаций по сравнению с рынком корпоративных облигаций малы (см. рис. 4 и 5). Рынок государственных ценных бумаг организован на ММВБ. В табл. 13 приведены данные, характеризующие оборот рынка государственных облигаций.

**Таблица 13** Объем сделок с государственными облигациями

| Период | размерность | 2005  | 2006  | 2007  | 2008 |      |      |      | 2008  |
|--------|-------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|-------|
|        |             | итого | итого | итого | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | итого |
| Оборот | млрд руб.   | 166,2 | 335,0 | 491,5 | 71,6 | 51,7 | 75,7 | 99,1 | 298,1 |

Источник: CBONDS.

Анализ табл. 9 и 13 показывает, что, несмотря на соизмеримость объемов размещения по номиналу, оборот государственных ценных бумаг по сравнению с корпоративными облигациями на один порядок меньше, соответственно, гораздо меньше и показатель оборачиваемости.

Интерес к рынку государственных облигаций падает. Если прирост объемов сделок в 2006 г. составил 101%, то в 2007 г., он упал в два раза – до 46,7%. В 2008 г. наблюдается спад оборотов на 40% по отношению к 2007 г. Необходимо обратить внимание на неравномерность объемов сделок с государственными облигациями от квартала к кварталу 2008 г. Так, если обороты в первом и третьем кварталах отличаются незначительно, то на этом фоне аномальными представляются небольшой объем сделок во втором квартале и резко увеличившийся оборот в четвертом квартале. Такая неравномерность является, по-видимому, следствием кризисных явлений.

Объемы выпуска облигаций Банка России в 2005-2006 гг., за исключением традиционно-го сокращения в декабре, росли очень быстро; так, за 2006 г. объем вырос на 35,2%. Вместе с тем в 2007-2008 гг. эта тенденция кардинально изменилась (см. рис 6). По данным CBONDS, общий объем облигаций Банка России в обращении на начало 2008 г. составлял 102,9 млрд руб., в феврале он составил 131 млрд руб., а затем резко снизился и на конец года составил 12,9 млрд руб.

Облигации субъектов Российской Федерации и муниципальные облигации уступают по объемам выпуска как государственным, так и корпоративным облигациям и особых тенденций к изменениям не демонстрируют (см. рис. 3). По данным CBONDS, на конец 2008 г. объем обращающихся на внутреннем рынке субфедеральных и муниципальных облигаций составлял по номинальной стоимости 277,1 млрд руб., что на 26% больше, чем в конце 2007 г. (для сравнения: в 2006 г. прирост составил 18%, а в 2007 г. – 16%).

Суммарный объем сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями за 2005-2008 гг. представлен в табл. 14.

**Таблица 14** Объем сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями

| Период                                   | размерность | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |       |       |      | 2008  |
|--|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
|  |             | итого | итого | итого | Q1    | Q2    | Q3    | Q4   | Итого |
| Суммарный оборот                         | млрд руб.   | 890,1 | 682,8 | 663,5 | 110,1 | 149,2 | 213,1 | 66,7 | 539,1 |
| Доля биржевых сделок в суммарном обороте | %           | 70,0  | 79,9  | 83,2  | 86,1  | 92,3  | 90,0  | 58,8 | 86,1  |

Источник: CBONDS.

Таким образом, как следует из табл. 14, из года в год суммарный оборот субфедеральных и муниципальных облигаций падает. В 2006 г. падение составило 23%, в 2007 г. – 3%. В 2008 г. спад оборотов составил 19%. Обращает внимание резкое уменьшение доли биржевых сделок в суммарном обороте, произошедшее в четвертом квартале.

Биржевая торговля субфедеральными и муниципальными облигациями осуществляется на ФБ ММВБ и РТС. В табл. 15 приведены сводные данные по субфедеральным и муниципальным облигациям, которые предлагаются на российских фондовых биржах, а в табл. 16 данные по объемам торгов этими облигациями на ФБ ММВБ.

**Таблица 15** Организованный рынок субфедеральных и муниципальных облигаций

|  | ФБ ММВБ |       |       |       | РТС  |      |      |      |
|--|---------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
|  | 2005    | 2006  | 2007  | 2008  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| Количество эмитентов облигаций                         | 41      | 50    | 59    | 45    | 2    | 14   | 16   | 10   |
| Количество выпусков облигаций                          | 90      | 105   | 116   | 116   | 16   | 35   | 30   | 21   |
| в том числе в котировальных списках (эмитенты/выпуски) | 22/53   | 22/49 | 27/49 | 27/53 | 1/1  | 0/0  | 0/0  | 0/0  |

Источники: ММВБ, РТС.

Как следует из табл. 14, тенденция роста числа эмитентов субфедеральных и муниципальных облигаций, представленных на фондовых биржах, которая наблюдалась в 2005-2007 гг., изменилась на понижительную – за 2008 г. количество эмитентов снизилось на 20%.

**Таблица 16** Объемы торгов субфедеральными и муниципальными облигациями на ФБ ММВБ<sup>21</sup>

| Период  |          | размерность | 2005  | 2006   | 2007   | 2008  |       |        |       | 2008   |
|---|----------|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|
|   |          |             | итого | итого  | итого  | Q1    | Q2    | Q3     | Q4    | итого  |
| Облигации субъектов РФ  | без РЕПО | млрд руб.   | 556,7 | 520,1  | 496,8  | 87,0  | 98,6  | 178,5  | 35,0  | 399,1  |
|   | с РЕПО   |             | 773,2 | 1301,9 | 2478,2 | 537,7 | 707,1 | 1042,7 | 287,8 | 2575,4 |
| Доля сделок РЕПО в объеме сделок с облигациями субъектов РФ   |          | %           | 28,00 | 60,05  | 79,95  | 83,82 | 86,05 | 82,88  | 87,84 | 84,50  |
| Муниципальные облигации                                       | без РЕПО | млрд руб.   | 24,0  | 24,0   | 28,3   | 4,5   | 3,4   | 3,5    | 1,7   | 13,1   |
|   | с РЕПО   |             | 35,03 | 41,33  | 84,6   | 16,33 | 13,30 | 18,30  | 14,70 | 62,6   |
| Доля сделок РЕПО в объеме сделок с муниципальными облигациями |          | %           | 31,52 | 42,05  | 66,54  | 72,22 | 74,60 | 80,87  | 88,44 | 79,06  |

Источник: ММВБ.

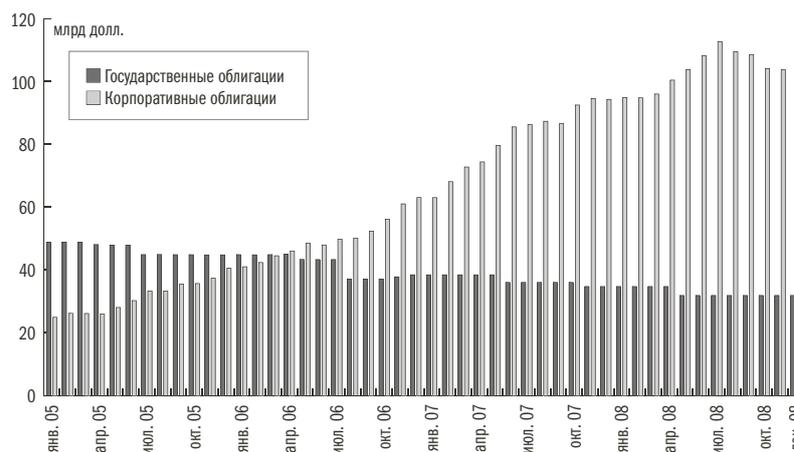
Несмотря на небольшие объемы в обращении, эти облигации отличаются в целом достаточно высокой ликвидностью. Как показывает сравнительный анализ табл. 9, 13, 14 и 16, при существенно меньших объемах выпусков субфедеральные и муниципальные облигации в 2005-2008 гг., значительно уступая корпоративным облигациям, показывают оборот, превышающий оборот государственных ценных бумаг. Показатель оборачиваемости субфедеральных и муниципальных облигаций (см. рис. 5) по своим значениям и тенденциям весьма схож с показателем оборачиваемости корпоративных облигаций. Также в последние годы принципиально изменилась доля сделок РЕПО (см. табл. 16) в общем биржевом обороте сделок с субфедеральными и муниципальными облигациями: в сравнении с 2005 г. она в среднем увеличилась в 2,5-3 раза, превышая в отдельные периоды уровень 85%. Без учета сделок РЕПО объемы биржевых сделок с этими облигациями сокращаются: в 2008 г. снижение объемов биржевых сделок с субфедеральными облигациями составило 20%, а с муниципальными – более 50%. Таким образом, сектор субфедеральных и муниципальных облигаций, как рынки акций и корпоративных облигаций, все больше превращается в денежный рынок под залог ценных бумаг.

21 Учитывается аукционный режим и режим переговорных сделок. Сделки в порядке первичного размещения не учитываются.

## 1.4. Еврооблигации

Наряду с рублевыми облигациями Российская Федерация, субъекты РФ и российские компании привлекают средства для своего развития на зарубежных рынках путем выпуска еврооблигаций. На рис. 7 приведены данные, показывающие объемы рынка еврооблигаций по различным сегментам.

**Рис. 7** Объем рынка еврооблигаций



Источник: CBONDS.

По данным CBONDS, на конец 2008 г. общий объем выпуска еврооблигаций составил 137,02 млрд долл., в том числе 31,9 млрд долл. – суверенные (государственные) еврооблигации, 103,77 млрд долл. – корпоративные еврооблигации. На этом фоне объем еврооблигаций, выпущенных субъектами РФ, незначителен и продолжительное время находится на уровне, немного превышающем 1 млрд долл. Характерно, что в марте – апреле 2006 г. объем корпоративных еврооблигаций впервые превысил объем суверенных еврооблигаций.

Суверенные и корпоративные еврооблигации в последние годы демонстрируют разнонаправленные тенденции. Если объем суверенных еврооблигаций имеет постоянную тенденцию к снижению около 10% в год, то объем корпоративных еврооблигаций демонстрирует постоянный рост: в 2005 г. – на 73%, в 2006 г. – на 55%, в 2007 г. – 49%. В 2008 г. прирост объема корпоративных еврооблигаций в целом составил 10%, причем во второй половине года проявилась понижающая тенденция.

Если сравнивать объем корпоративных заимствований с помощью инструментов долгового рынка на внутреннем и внешних рынках, то в течение 2006-2008 гг. соотношение внутренних и внешних заимствований составляет в среднем 35 на 65% и значимых изменений не демонстрирует.

## 1.5. Векселя

Векселя как ценные бумаги были исключительно популярны в России в середине 1990-х гг. Они выполняли двоякую роль: во-первых, денежных суррогатов, используемых для расчетов между предприятиями и организациями, а также для налоговых платежей в условиях крайне низкого уровня монетизации российской экономики, во-вторых, суррогатов облигаций, используемых для долгового финансирования, альтернативного банковскому кредитованию. С конца 1990-х гг. векселя как инструмент финансирования стали постепенно вытесняться облигациями, которые

воспринимаются как более «цивилизованный», надежный и ликвидный инструмент, однако вексельный рынок по своим масштабам пока еще является одним из значимых элементов внутреннего долгового рынка. Так, по оценкам и расчетам ГК «Регион», в начале 2005 г. доля вексельного рынка составляла 25% всего долгового рынка, к концу 2007 г. она снизилась до 16%. В 2008 г. это соотношение сохранилось. В табл. 17 приведены оценочные данные по объемам выпущенных векселей в обращении и объемам сделок с векселями на вторичном рынке.

**Таблица 17** Объем и обороты вексельного рынка в обращении (млрд руб.)

| Период  | 2005    | 2006  | 2007 | 2008 |
|---|---------|-------|------|------|
| <b>Объем векселей в обращении</b>                         |         |       |      |      |
|   | 350-370 | 500   | 580  | 570  |
| <b>Среднедневные обороты вторичного вексельного рынка</b> |         |       |      |      |
|   | 7-8     | 10-12 | нд   | 16   |

Источник: ГК «Регион».

Как следует из табл. 17, после периода активного роста в 2006 г., когда за год объем вексельного рынка увеличился на 35%, в 2007 г. наблюдается замедление темпов роста. В 2008 г. объем вексельного рынка немного сократился, активность вторичного вексельного рынка, указанная в табл. 18, характерна для первой половины года, начиная с середины сентября, по данным ГК «Регион», сделки на вторичном вексельном рынке практически не проводятся.

## 1.6. Инвестиционные паи

Вторичный организованный рынок инвестиционных паев завершил к 2007 г. этап становления и имеет тенденцию к росту. Биржевая торговля паями осуществляется на ФБ ММВБ и РТС. В табл. 18 приведены сводные данные по инвестиционным паям, которые предлагаются на российских фондовых биржах, а в табл. 19 данные по объемам биржевых торгов паями.

**Таблица 18** Организованный биржевой рынок инвестиционных паев

|  | ФБ ММВБ |      |       |       | РТС  |      |      |      |
|--|---------|------|-------|-------|------|------|------|------|
|  | 2005    | 2006 | 2007  | 2008  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| Количество управляющих компаний              | 33      | 48   | 88    | 99    | 6    | 10   | 15   | 23   |
| Количество ПИФ                               | 69      | 114  | 219   | 306   | 18   | 22   | 38   | 49   |
| в том числе в котировальных списках (УК/ПИФ) | 3/4     | 4/4  | 20/30 | 25/43 | 1/1  | 3/3  | 6/7  | 8/11 |

Источники: ММВБ, РТС.

**Таблица 19** Объем сделок с инвестиционными паями на фондовых биржах

| Период  | размерность | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |       |       |       | 2008  |
|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         |             | итого | итого | итого | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Итого |
| ФБ ММВБ | млн долл.   | 43,8  | 186,0 | 790,0 | 248,0 | 382,0 | 174,0 | 146,0 | 950,0 |
| РТС     | млн долл.   | 1,7   | 30,9  | 27,9  | 0,7   | 2,2   | 0,8   | 0,3   | 4,0   |
| ИТОГО   | млн долл.   | 45,5  | 216,9 | 817,9 | 248,7 | 384,2 | 174,8 | 146,3 | 954,0 |

Источники: ММВБ, РТС, НЛУ.

Количество ПИФ, допущенных к обращению на фондовых биржах, в последние годы значительно выросло (за 2006 г. прирост более 60%, за 2007 г. – более 90%). В 2008 г. прирост меньше: около 40% к началу года. В общем, в настоящее время практически 30% всех работающих ПИФ представлены на фондовых биржах. Биржевые обороты паями в 2005-2007 гг. росли высокими темпами: за 2006 г. они увеличились в 4,7 раза, за 2007 г. – в 3,7 раза. В 2008 г. рост биржевых объемов сделок с инвестиционными паями составил 16%. Таким образом, в сравнении с предыдущими годами, темпы роста биржевых сделок с инвестиционными паями резко снизились, свою роль в этом сыграло общее обесценивание активов паевых фондов. Однако паи далеко не всех ПИФ отличаются высокой ликвидностью, концентрация сделок с инвестиционными паями очень высокая: в 2007 г. на долю первых десяти наиболее ликвидных паевых фондов приходилось более 80% суммарного оборота паев, в 2008 г. этот показатель снизился – до 71%.

## 1.7. Фьючерсы и опционы на ценные бумаги и фондовые индексы

В настоящее время срочные инструменты, базовым активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы, сосредоточены на срочном рынке FORTS РТС. Помимо этих срочных инструментов, на рынке FORTS предлагаются также контракты на золото, валюту, нефть и пр., однако относительный объем торгов такими контрактами незначителен и в зависимости от типа объемного показателя составляет не более 4-7%, хотя и имеет тенденцию к увеличению.

Инструментальная база срочного рынка постепенно становится все более сложной. В 2006 г. рынок FORTS предлагал 18 типов срочных контрактов (12 фьючерсов и 6 опционов), базовым активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы. К концу 2007 г. их количество увеличилось до 53 (36 фьючерсов и 17 опционов), а в 2008 г. оно достигло 88 (38 фьючерсов и 50 опционов). Таким образом, количество типов срочных контрактов, базовым активом которых являются ценные бумаги и фондовые индексы, в последние годы увеличивается (прирост по итогам 2007 г. составил 194%, а 2008 г. – 66%). Характерно, что если в 2006-2007 гг. соотношение типов фьючерсов и опционов находилось в средней пропорции 65 на 35%, то в 2008 г. оно увеличилось в пользу опционов: 43 на 57%.

В середине 2007 г. ФБ ММВБ предложила первый на своей бирже срочный контракт на фондовый актив – фьючерс на индекс ММВБ. Однако объемы сделок с этим инструментом пока незначительны: объем торгов к концу 2007 г. составил 1,76 млрд руб., а в 2008 г. – 0,86 млрд руб.

В табл. 20 и 21 приведены сводные данные по рынку FORTS в части срочных инструментов, связанных с фондовыми активами, за 2005-2008 гг.

**Таблица 20** Итоги торгов на срочном рынке FORTS контрактами на ценные бумаги и фондовые индексы

| Период                      | 2005  | 2006   | 2007   | 2008   |        |        |       | 2008    |
|-----------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|
|                             | итого | итого  | итого  | Q1     | Q2     | Q3     | Q4    | итого   |
| <b>Фьючерсные контракты</b> |       |        |        |        |        |        |       |         |
| Объем торгов, млрд руб.     | 607,8 | 2397,1 | 6052,4 | 2553,8 | 2710,9 | 2648,5 | 900,3 | 8813,6  |
| в т. ч. на индекс           | 119,8 | 752,0  | 3587,1 | 2048,3 | 2199,1 | 2260,9 | 771,8 | 7280,1  |
| в т. ч. на акции            | 471,0 | 1569,6 | 2389,2 | 501,8  | 510,9  | 387,5  | 128,4 | 1528,6  |
| в т. ч. на облигации        | 9,0   | 13,7   | 29,3   | 3,7    | 0,9    | 0,0    | 0,1   | 4,8     |
| Объем торгов, млн конт.     | 46,0  | 78,9   | 114,6  | 41,9   | 44,9   | 49,7   | 36,9  | 173,3   |
| в т. ч. на индекс           | 2,3   | 9,0    | 34,7   | 20,7   | 20,5   | 26,4   | 20,3  | 87,9    |
| в т. ч. на акции            | 42,6  | 66,3   | 75,5   | 20,8   | 24,3   | 23,3   | 16,6  | 85,0    |
| в т. ч. на облигации        | 0,8   | 1,3    | 2,8    | 0,4    | 0,1    | 0,0    | 0,0   | 0,5     |
| Число сделок млн шт.        | 1,8   | 4,9    | 11,3   | 5,3    | 5,5    | 7,0    | 9,6   | 27,4    |
| в т. ч. на индекс           | 0,1   | 0,7    | 4,3    | 2,9    | 3,1    | 4,5    | 6,5   | 17,1    |
| в т. ч. на акции            | 1,7   | 4,1    | 7,0    | 2,4    | 2,4    | 2,5    | 3,1   | 10,3    |
| в т. ч. на облигации        | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0     |
| <b>Оptionные контракты</b>  |       |        |        |        |        |        |       |         |
| Объем торгов, млрд руб.     | 79,3  | 311,4  | 1300,2 | 513,9  | 605,5  | 546,3  | 74,2  | 1739,9  |
| в т. ч. на индекс           | 2,6   | 84,3   | 758,7  | 341,2  | 312,6  | 363,3  | 50,0  | 1067,1  |
| в т. ч. на акции            | 76,6  | 226,9  | 541,4  | 172,7  | 292,9  | 183,0  | 24,2  | 672,7   |
| в т. ч. на облигации        | -     | -      | -      | -      | -      | -      | -     | -       |
| Объем торгов, млн конт.     | 7,3   | 10,7   | 25,0   | 10,9   | 17,3   | 14,1   | 3,0   | 45,2    |
| в т. ч. на индекс           | 0,0   | 1,0    | 7,1    | 3,4    | 3,0    | 4,1    | 1,0   | 11,4    |
| в т. ч. на акции            | 7,2   | 9,7    | 17,8   | 7,5    | 14,3   | 10,0   | 2,0   | 33,8    |
| в т. ч. на облигации        | -     | -      | -      | -      | -      | -      | -     | -       |
| Число сделок млн шт.        | 0,1   | 0,2    | 0,3    | 0,1    | 0,2    | 0,3    | 0,1   | 0,7     |
| в т. ч. на индекс           | 0,0   | 0,0    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,2    | 0,1   | 0,5     |
| в т. ч. на акции            | 0,1   | 0,1    | 0,2    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,0   | 0,2     |
| в т. ч. на облигации        | -     | -      | -      | -      | -      | -      | -     | -       |
| <b>Итого</b>                |       |        |        |        |        |        |       |         |
| Объем торгов, млрд руб.     | 687,1 | 2708,5 | 7352,6 | 3067,7 | 3316,4 | 3194,8 | 974,5 | 10553,5 |
| Объем торгов, млн конт.     | 53,3  | 89,6   | 139,6  | 52,7   | 62,2   | 63,7   | 39,9  | 218,5   |
| Число сделок млн шт.        | 1,9   | 5,0    | 11,6   | 5,4    | 5,7    | 7,3    | 9,7   | 28,1    |

Источник: РТС.

Как следует из табл. 20, срочный рынок FORTS в 2006 г. испытал период скачкообразного роста: общий объем торгов в денежном выражении увеличился практически в четыре раза, в количестве контрактов – на 68%, а число сделок – на 164%. В 2007 г. рост продолжился: объем торгов срочными инструментами в денежном выражении увеличился на 170%, а в количестве контрактов – на 56%, число заключенных сделок – на 130%. В 2008 г. рост объема торгов увеличился в меньшей степени: в денежном выражении – на 44%, в количестве контрактов – на 56%, но рост числа сделок сохранился на прежнем уровне – 142%. Соотношение объемов торгов фьючерсами и опционами

сохранилось на уровне 2005-2007 г.: свыше 80% объемов торгов и 97% сделок осуществляется с фьючерсами.

Необходимо обратить внимание на то, что в четвертом квартале 2008 г. наблюдался спад объемных показателей срочного рынка: объем торгов в денежном выражении снизился в сравнении с предыдущим кварталом на 70%, в количестве контрактов – на 37%. Вместе с тем количество сделок увеличилось на 32%.

Характерно также, что в четвертом квартале резко изменилась ситуация с опционами: в сравнении с предыдущими кварталами объем сделок в денежном выражении и количестве контрактов, а также число сделок резко снизились. Снижение составило 65-85% в зависимости от вида показателя. По всей видимости, это является реакцией на резко возросшую волатильность рынка, когда инвестору затруднительно оценить приемлемую премию по опциону.

Постоянно растет интерес к срочным контрактам на фондовые индексы. Если в 2005 г. объем сделок с такими контрактами составлял 18% в денежном выражении, то в 2007 г. этот показатель увеличился до 60%. В 2008 г. объем сделок с контрактами на фондовые индексы стал определяющим и достиг уровня 80% общего объема срочного рынка FORTS, при этом резко снизился оборот контрактов на акции (спад около 30%) и особенно на облигации (спад около 80%).

Если сравнивать объемы рынка срочных контрактов, базисным активом которых являются акции и индексы на акции, и объемы спот-рынка акций без учета сделок РЕПО (см. табл. 7), то их соотношение постоянно увеличивается: в 2005 г. оно составляло 15,4%, в 2006 г. – 21,2%, в 2007 г. – 46,3%, а в 2008 г. оно достигло 82,8%.

На срочном рынке существенно изменился объем открытых позиций и их распределение среди различных инструментов (см. табл. 21). В этой таблице средний объем открытых позиций – среднее арифметическое ежедневных открытых позиций за период.

**Таблица 21** Открытые позиции на срочном рынке FORTS  
по контрактам на ценные бумаги и фондовые индексы

| Период   | 2005 | 2006 | 2007  | 2008  |       |       |      |
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|------|
|  |      |      |       | Q1    | Q2    | Q3    | Q4   |
| <b>Фьючерсные контракты</b>                      |      |      |       |       |       |       |      |
| Средний объем открытых позиций, млрд руб.        | 11,5 | 34,6 | 74,7  | 57,2  | 60,7  | 59,8  | 10,9 |
| в т. ч. на индекс                                | 0,6  | 7,9  | 33,5  | 26,9  | 28,6  | 32,2  | 5,8  |
| в т. ч. на акции                                 | 9,5  | 20,9 | 38,9  | 29,6  | 31,7  | 27,6  | 5,1  |
| в т. ч. на облигации                             | 0,7  | 1,6  | 2,3   | 0,6   | 0,5   | 0,1   | 0,0  |
| Средний объем открытых позиций, млн конт.        | 1,0  | 1,2  | 1,9   | 1,9   | 2,2   | 2,3   | 0,9  |
| в т. ч. на индекс                                | 0,0  | 0,1  | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,4   | 0,2  |
| в т. ч. на акции                                 | 0,9  | 0,9  | 1,3   | 1,5   | 1,8   | 1,9   | 0,8  |
| в т. ч. на облигации                             | 0,1  | 0,1  | 0,2   | 0,1   | 0,0   | 0,0   | 0,0  |
| <b>Оptionные контракты</b>                       |      |      |       |       |       |       |      |
| Средний объем открытых позиций, млрд руб.        | 6,5  | 30,0 | 117,3 | 154,6 | 207,9 | 183,8 | 47,5 |
| в т. ч. на индекс                                | 0,2  | 9,0  | 71,7  | 103,0 | 122,0 | 126,2 | 38,3 |
| в т. ч. на акции                                 | 6,3  | 20,9 | 45,5  | 51,6  | 86,0  | 57,6  | 9,3  |
| в т. ч. на облигации                             | -    | -    | -     | -     | -     | -     | -    |
| Средний объем открытых позиций, млн конт.        | 0,6  | 1,0  | 2,3   | 3,1   | 5,3   | 4,6   | 1,1  |
| в т. ч. на индекс                                | 0,6  | 0,9  | 0,7   | 1,0   | 1,3   | 1,4   | 0,6  |
| в т. ч. на акции                                 | 0,0  | 0,1  | 1,6   | 2,1   | 4,0   | 3,2   | 0,5  |
| в т. ч. на облигации                             | -    | -    | -     | -     | -     | -     | -    |
| <b>Итого</b>                                     |      |      |       |       |       |       |      |
| Средний объем открытых позиций, млрд руб.        | 18,0 | 64,6 | 191,9 | 211,8 | 268,6 | 243,7 | 58,4 |
| Средний объем открытых позиций за год, млн конт. | 1,6  | 2,2  | 4,2   | 5,0   | 7,5   | 6,8   | 2,0  |

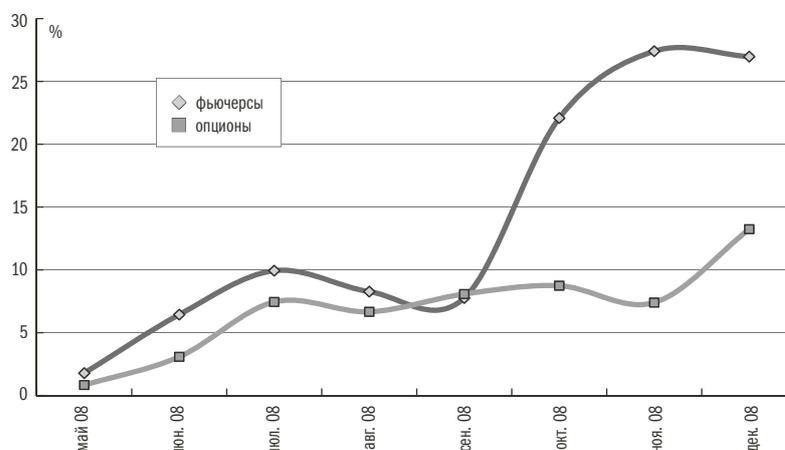
Источник: РТС.

Так, если в 2005 г. в общем объеме открытых позиций 64% составляли фьючерсы, то в дальнейшем объем открытых позиций по фьючерсам стал снижаться: 2006 г. – 54%, 2007 г. – 38%. В 2008 г. объем открытых позиций по фьючерсам снизился до 18%, соответственно более чем на 80% открытые позиции на срочном рынке FORTS составляют опционные контракты. Таким образом, в последние годы опционные стратегии стали все больше использоваться при управлении рыночным риском.

Характерно, что в четвертом квартале 2008 г. в сравнении с предыдущими кварталами объем открытых позиций резко сократился. По фьючерсным контрактам произошло снижение более чем в пять раз, по опционам – около четырех раз. Таким образом, в условиях резко возросшей в это время рыночной волатильности инвесторы предпочли закрывать ранее открытые позиции.

Соотношение объемов открытых позиций и объемов сделок для фьючерсов и опционов имеет существенные различия. Если для фьючерсов это соотношение (по данным 2005-2008 гг.) находится в диапазоне от 1 до 5%, то для опционов в течение 2007 г. оно снижалось поквартально от 55% в первом квартале до 16% в четвертом. В 2008 г. наблюдалась обратная тенденция – это соотношение росло от 30% в первом квартале до 64% в четвертом.

В мае 2008 г. на срочном рынке FORTS была введена вечерняя торговая сессия (подробнее см. раздел 2.36). На рис. 8 приведен график относительных объемов сделок, проведенных в вечернюю сессию.

**Рис. 8** Объем сделок в вечернюю сессию на срочном рынке FORTS (помесячно)

Источник: РТС.

Ежедневная доля сделок, проведенных в вечернюю сессию, отличается очень высокой изменчивостью, тем не менее в отдельные дни она превышала половину общего объема сделок. В общем, медианная величина объемов сделок, проведенных в вечернюю сессию, для фьючерсов составляет 10,9%, для опционов – 5,6%. Можно отметить, что с момента введения вечерней сессии и до конца 2008 г. прослеживается общая тенденция увеличения доли сделок, проведенных в вечернюю сессию. Таким образом, этот режим оказался востребованным для инвесторов.

## 1.8. Фондовые индексы

В настоящее время десятки различных индексов российского фондового рынка рассчитываются российскими и международными организациями: биржами, информационными агентствами, инвестиционными банками, брокерскими фирмами и т.д. Наиболее известными из них являются: для рынка акций – Индекс РТС, Индекс ММББ, MSCI Russia Index; для рынка облигаций – Индекс корпоративных облигаций RUX-Cbonds, Индекс муниципальных облигаций Cbonds-Muni, Индекс корпоративных облигаций ММББ, индекс EMBI+ Russia; для рынка коллективных инвестиций – Индексы RUIF, рассчитываемые Национальным рейтинговым агентством.

Однако традиционно самыми цитируемыми являются индексы, рассчитываемые РТС и ММББ.

Индекс РТС рассчитывается с 1995 г. и является сводным индексом, в базу которого в настоящее время входит 50 акций наиболее капитализированных и ликвидных эмитентов. Список акций для расчета индексов пересматривается раз в три месяца. Помимо основного Индекса РТС, ФБ РТС с конца 2003 г. ведет расчет Индекса РТС-2 акций компаний «второго эшелона». Также с 2005-2007 гг. рассчитываются отраслевые индексы:

1. РТС – Нефть и газ (RTSog);
2. РТС – Металлы и добыча (RTSmm);
3. РТС – Телекоммуникации (RTStl);
4. РТС – Промышленность (RTSin);
5. РТС – Потребительские товары и розничная торговля (RTScr);
6. РТС – Электроэнергетика (RTSeu);
7. РТС – Финансы (RTSfn).

При расчете индексов РТС учитываются цены ценных бумаг, выраженные в долларах США.

Индекс ММВБ рассчитывается с 1997 г. и является сводным индексом, в настоящее время в его базу входит 30 акций эмитентов, представляющих основные сектора экономики. Внесение изменений в корзину индекса осуществляется два раза в год.

Также ФБ ММВБ в 2005-2007 гг. начала рассчитывать отраслевые и капитализационные индексы:

1. MICEX O&G – индекс акций компаний нефтегазовой отрасли;
2. MICEX PWR – индекс акций компаний энергетической отрасли;
3. MICEX TLC – индекс акций телекоммуникационных компаний;
4. MICEX M&M – индекс акций компаний металлургической и горнодобывающей отраслей;
5. MICEX MNF – индекс акций компаний машиностроительной отрасли;
6. MICEX LC – индекс акций компаний высокой капитализации;
7. MICEX MC – индекс акций компаний стандартной капитализации;
8. MICEX SC – индекс акций компаний базовой капитализации.

С сентября 2008 г. ФБ ММВБ рассчитывает еще один отраслевой индекс – MICEX FNL – индекс акций компаний финансово-банковской отрасли.

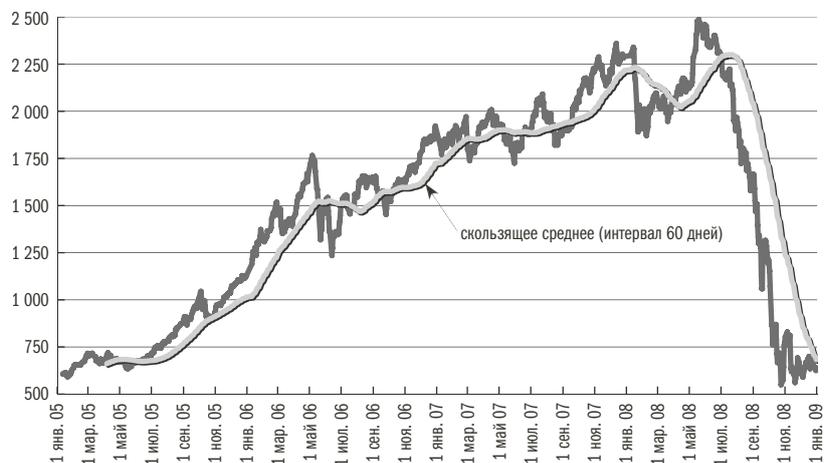
При расчете индексов ММВБ учитываются цены ценных бумаг, выраженные в российских рублях.

Среди отраслевых индексов, ведущихся различными фондовыми биржами, явное соответствие баз для расчета (совпадение на 75-80%) прослеживается для индексов нефтегазовой отрасли (RTSog, MICEX O&G), отрасли телекоммуникаций (RTStl, MICEX TLC), энергетики (RTSeu, MICEX PWR), металлургической и горнодобывающей отраслей (RTSmm, MICEX M&M), а также финансово-банковской отрасли (RTSfn, MICEX FNL). В несколько меньшей степени отмечается соответствие индексов RTSin и MICEX MNF.

На рис. 9, 10 и 11 представлены графики индексов РТС, ММВБ и РТС-2.

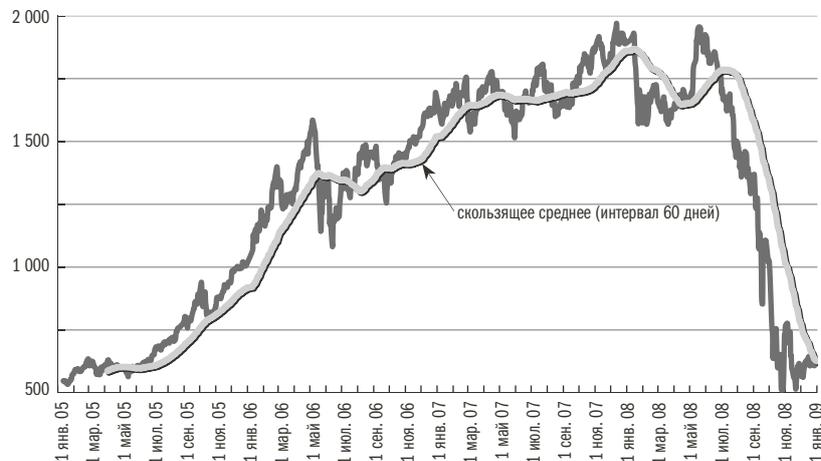
В табл. 22<sup>22</sup> приведены данные, характеризующие доходность по индексам РТС и ММВБ за последние годы.

**Рис. 9** Индекс РТС

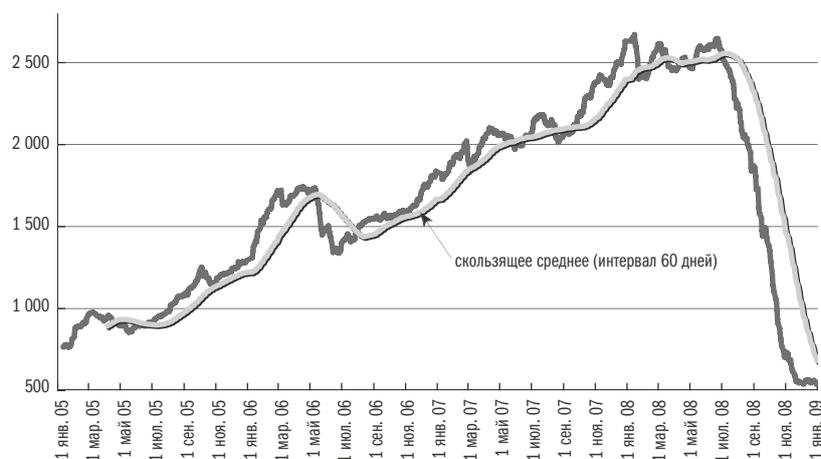


Источник: РТС.

22 Доходность рассчитывалась на интервале от последнего торгового дня предыдущего года до последнего торгового дня оцениваемого периода на базе 365 дней.

**Рис. 10** Индекс ММВБ

Источник: ММВБ.

**Рис. 11** Индекс РТС-2

Источник: РТС.

Как следует из представленных графиков, сводные индексы РТС и ММВБ демонстрируют во многом сходное поведение. Значительный рост этих индексов, начавшийся в 2005 г., в 2007 г. стал замедляться. В первом полугодии 2008 г. существовали две разнонаправленных фазы поведения индексов. Первая – падение в течение семи торговых дней в период с 15.01 по 23.01 (Индекс РТС снизился на 19,2%, а Индекс ММВБ на 18,7%). Затем 24.01 последовал максимальный в рассматриваемом периоде положительный скачок (Индекс РТС вырос на 5,2%, Индекс ММВБ – на 5,8%).

Вторая фаза – повышательная. Индекс РТС в течение 11 торговых дней постоянного роста с 04.05 по 19.05 увеличился на 17,2%. Для Индекса ММВБ эта фаза была короче – с 06.05 по 14.05, прирост в это время составил 12,8%. В этот период, 19.05 сводные фондовые индексы достигли исторических максимумов (Индекс РТС – 2487,92; Индекс ММВБ – 1956,14).

Между двумя этими фазами наблюдался продолжительный боковой тренд с повышенным уровнем волатильности. Завершение первого полугодия 2008 г. проходило на фоне снижающихся сводных индексов.

Во втором полугодии снижение сводных фондовых индексов продолжилось и переросло в глубокое падение. Минимального значения индексы достигли 24.10 (Индекс РТС – 549,43; Индекс ММВБ – 513,62). Таким образом, максимальное и минимальное в течение 2008 г. значения сводных фондовых индексов отличаются в четыре раза.

**Таблица 22** Доходность фондовых индексов (проценты годовых)

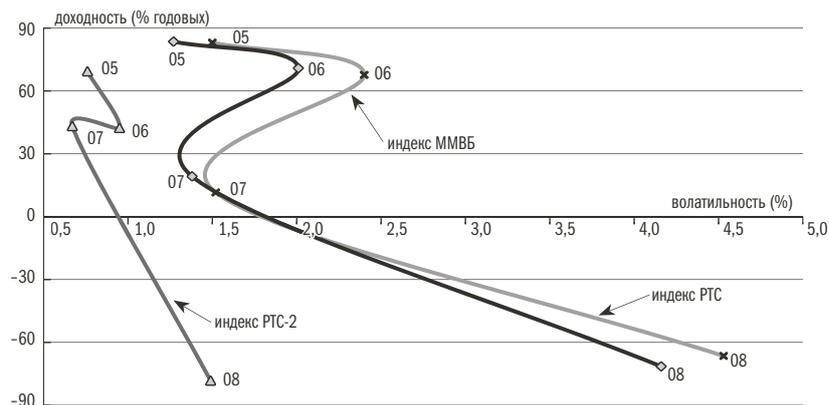
|                                  | 2005  | 2006   | 2007  | 2008    |
|----------------------------------|-------|--------|-------|---------|
| <b>Сводные индексы</b>           |       |        |       |         |
| Индекс РТС                       | 83,52 | 70,94  | 19,23 | - 71,48 |
| Индекс ММВБ                      | 83,08 | 67,69  | 11,57 | - 66,47 |
| Индекс РТС- 2                    | 69,32 | 42,27  | 43,17 | - 78,29 |
| <b>Отраслевые индексы</b>        |       |        |       |         |
| Нефтегазовая отрасль             |       |        |       |         |
| <i>RTSog</i>                     | 86,78 | 50,80  | 1,05  | - 65,76 |
| <i>MICEX O&amp;G</i>             | 91,95 | 47,95  | -3,57 | - 58,42 |
| Телекоммуникации                 |       |        |       |         |
| <i>RTStl</i>                     | 40,78 | 81,47  | 28,13 | - 72,74 |
| <i>MICEX TLC</i>                 | 39,10 | 65,98  | 14,56 | - 75,55 |
| Металлургия и горнодобыча        |       |        |       |         |
| <i>RTSmm</i>                     | 53,18 | 52,42  | 54,00 | - 74,50 |
| <i>MICEX M&amp;M</i>             | 74,60 | 51,69  | 42,61 | - 71,96 |
| Электроэнергетика                |       |        |       |         |
| <i>RTSeu</i>                     |       |        | 31,96 | - 80,33 |
| <i>MICEX PWR</i>                 | 38,68 | 134,51 | 7,87  | - 73,72 |
| Промышленность                   |       |        |       |         |
| <i>RTSin</i>                     | 40,50 | 73,76  | 66,83 | - 84,30 |
| <i>MICEX MNF</i>                 | 28,90 | 69,62  | 60,57 | - 85,72 |
| Потребительские товары           |       |        |       |         |
| <i>RTScr</i>                     | 92,51 | 51,24  | 29,31 | - 79,54 |
| Финансы                          |       |        |       |         |
| <i>RTSfn</i>                     |       |        | 14,30 | - 78,37 |
| <i>MICEX MNF</i>                 |       |        |       | - 67,32 |
| <b>Капитализационные индексы</b> |       |        |       |         |
| MICEX LC                         |       |        | 9,89  | - 66,47 |
| MICEX MC                         |       |        | 15,64 | - 71,69 |
| MICEX SC                         |       |        | 29,17 | - 76,09 |

Рассчитано по данным РТС и ММВБ.

Если в 2007 г., несмотря на явное замедление, большинство индексов, как следует из табл. 22, показали, тем не менее, положительную доходность, то в 2008 г. все анализируемые индексы испытали глубокое падение. Сводные индексы снизились на 66-78% годовых. Среди отраслевых индексов наибольшее падение испытали индексы компаний промышленности – до 85% годовых.

Российские фондовые индексы характеризуются высокой волатильностью. В 2008 г. волатильность еще возросла. Максимальное однодневное падение сводных фондовых индексов зафиксировано 06.10 и составило 18-19%, максимальный однодневный рост зафиксирован 19.09 и составил 24-28%. На рис. 12 представлено поведение сводных фондовых индексов на плоскости «доходность-волатильность».

**Рис. 12** Доходность и волатильность сводных фондовых индексов



Рассчитано по данным ММВБ и РТС.

Как следует из рис. 12, поведение фондовых индексов в 2008 г. носит явно аномальный характер – при резко возросшей волатильности произошло глубокое снижение доходности. Это, по-видимому, является следствием кризисных явлений.

## 2. Институциональная структура

### 2.1. Эмитенты

В России отсутствует четкая статистика в отношении эмитентов ценных бумаг. Любое акционерное общество является эмитентом, так как уже при своем учреждении оно размещает акции (и обязано их зарегистрировать). Эмитентом облигаций может быть также общество с ограниченной ответственностью и при определенных условиях некоммерческая организация. Данные БД СПАРК и RusBonds в части эмитентов ценных бумаг представлены в табл. 23. Сводные данные по количеству эмитентов на организованных рынках приведены в табл. 24.

**Таблица 23** Эмитенты ценных бумаг

|  | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    |
|--|---------|---------|---------|---------|
| Количество эмитентов акций и облигаций | 460 431 | 471 158 | 481 591 | 487 996 |
| в т. ч. ОАО                            | 62 960  | 64 431  | 65 706  | 66 466  |
| Количество выпусков акций и облигаций  | 463 670 | 474 484 | 483 962 | 491 415 |

Источник: «Интерфакс» (БД СПАРК, RusBonds).

**Таблица 24** Эмитенты на организованном биржевом рынке

|  | ФБ ММВБ |      |      |      | РТС  |      |      |      |
|--|---------|------|------|------|------|------|------|------|
|  | 2005    | 2006 | 2007 | 2008 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
| Количество эмитентов (акций и облигаций) | 385     | 539  | 670  | 632  | 262  | 332  | 354  | 329  |
| в том числе в котировальных списках      | 93      | 127  | 229  | 255  | 46   | 64   | 88   | 92   |

Источники: ММВБ, РТС.

По имеющимся оценкам, акции около 40 компаний – эмитентов также обращаются в форме депозитарных расписок на иностранных биржах.

Таким образом, из общего числа эмитентов акций и облигаций всего около 1% представлено на организованных рынках. В целом, как следует из табл. 24, количество эмитентов на организованном рынке в 2005-2007 гг. постоянно росло, однако в 2008 г. тенденция изменилась и количество эмитентов, представленных на биржах, снизилось на 5-7%.

#### Публичные предложения

Размещение большей части акций, обращающихся в настоящее время на российских фондовых биржах, происходило в процессе приватизации 1990-х годов. Первое публичное размещение российских акций за рубежом произошло в 1996 г., а на российских биржах – в 2002 г.

В 2006-2007 гг. объемы предложений акций российских компаний резко возросли (см. табл. 26). В этот период Россия занимала лидирующие позиции в мире как по суммарному объему размещений, так и по объемам средств, привлекаемых отдельной компанией. Необходимо, однако, подчеркнуть, что такой рост был обеспечен не за счет массового выхода на рынок новых компаний, а в результате сверхкрупных размещений акций нескольких компаний, главным образом с государственным участием и при поддержке государства. В число крупнейших публичных предложений в это время вошли так называемые «народные IPO» ОАО «НК «Роснефть» (10,4 млрд долл.), ОАО «Сбербанк России» (8,8 млрд долл.) и ОАО «Банк ВТБ» (7,9 млрд долл.).

В 2008 г. на фоне дефицита ликвидности и сложно предсказуемой динамики мирового финансового рынка публичные предложения акций российских компаний фактически приостановились. Многие компании, анонсировавшие ранее планы по публичным предложениям своих акций, отказались от них, перенесли на более поздний срок или предпочли частные размещения.

**Таблица 25** Публичные предложения акций российских компаний

| Период                              | 2005 | 2006  | 2007 | 2008 |
|-------------------------------------|------|-------|------|------|
| Объем предложений (млрд долл.)      | 4,55 | 17,98 | 23,6 | 1,7  |
| в том числе на внутреннем рынке (%) | 6    | 36    | 44   | нд   |
| Количество компаний                 | 13   | 24    | 25   | 7    |

Источники: Проект *offering.ru/IPO в России*, «Альфа Банк», *Ernst&Young*, *The PBN Company*.

Необходимо обратить внимание, что одна из компаний, прошедших IPO в 2007 г., объявила в октябре 2008 г. о намерении исключить свои акции из публичного обращения на российских фондовых биржах.

В 2007-2008 гг. на ММВБ и РТС были созданы альтернативные торговые площадки для вывода на открытый рынок ценных бумаг инновационных компаний и компаний малой капитализации. Количество эмитентов и объемы сделок на этих площадках незначительны.

В 2007-2008 гг. была подготовлена нормативно-правовая база, дающая возможность размещения и обращения на российских торговых площадках ценных бумаг иностранных эмитентов. Однако таких размещений не было.

## 2.2. Инвесторы

Под инвесторами мы понимаем любых лиц и институты, которые вкладывают средства в ценные бумаги с целью получения прибыли. Официальные систематизированные данные о составе и количественных характеристиках инвесторской базы российского рынка ценных бумаг отсутствуют. Тем не менее в последнее время и профессиональные участники рынка ценных бумаг, и саморегулируемые организации, и исследовательские группы начали проводить работу по учету и изучению инвесторской базы.

### а) население

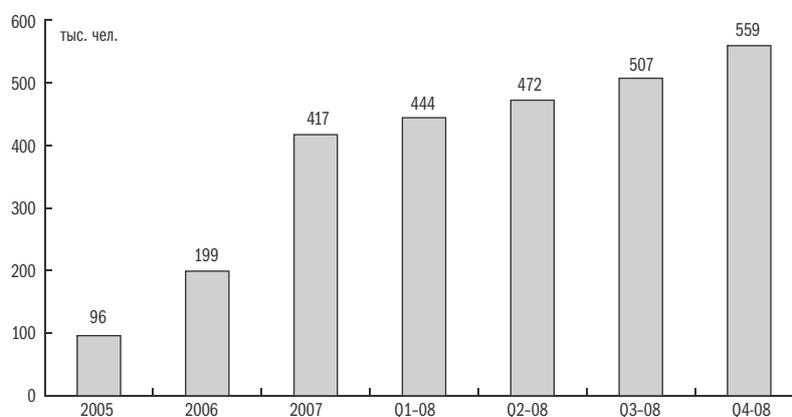
Здесь к населению относятся «рыночные инвесторы» – физические лица, которые осознанно приняли решение о самостоятельной работе на рынке ценных бумаг и периодически пользуются услугами брокеров или доверительных управляющих или приобрели инвестиционные паи ПИФ. Такие инвесторы отличаются от физических лиц, которые приобрели акции в ходе ваучерной приватизации, а также от акционеров чековых инвестиционных фондов или паищиков паевых фондов, возникших в результате преобразования чековых инвестиционных фондов, и которые здесь не рассматриваются.

Полной и достоверной статистики о количестве частных лиц, совершающих операции на рынке ценных бумаг, в России нет. Компилируя данные из различных разрозненных источников, можно создать следующую, далеко не полную картину.

ФБ ММВБ начиная с 2005 г. на регулярной основе раскрывает информацию о количестве и структуре клиентов-участников торгов, в том числе физических лиц (далее мы будем называть их также клиенты ФБ ММВБ). Следует отметить, что в середине 2007 г. ММВБ изменила методику учета клиентов на более точную, учитывающую индивидуальные идентификационные признаки (уникальные клиенты).

На рис. 13 приведены данные о количестве клиентов – физических лиц, работающих на ФБ ММВБ, по новой методике начиная с 2005 г.

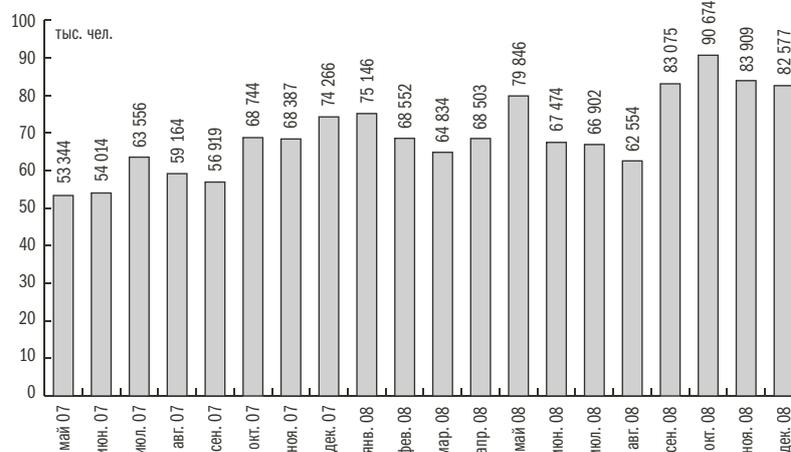
**Рис. 13** Участие населения страны в инвестировании на рынке ценных бумаг (клиенты ФБ ММВБ)



Источник: ММВБ.

Прирост числа физических лиц – клиентов ФБ ММВБ за 2006 г. составил 108%. Расчетный прирост за 2007 г. аналогичен – 109%, однако без учета физических лиц – участников IPO ОАО «Банк ВТБ» он составляет около 60%. Начиная с третьего квартала 2007 г. темпы роста числа физических лиц клиентов – ФБ ММВБ снизились до 5-7% ежеквартально. По итогам 2008 г. увеличение составило 34%. Таким образом, несмотря на резко ухудшившиеся рыночные условия, население не теряет интереса к фондовому рынку.

Важной характеристикой частной инвесторской базы является количество так называемых активных инвесторов, то есть тех, кто осуществляет на фондовой бирже не менее одной сделки в месяц. На рис. 14 представлены доступные данные по активным инвесторам на ФБ ММВБ.

**Рис. 14** Число активных клиентов на ФБ ММВБ

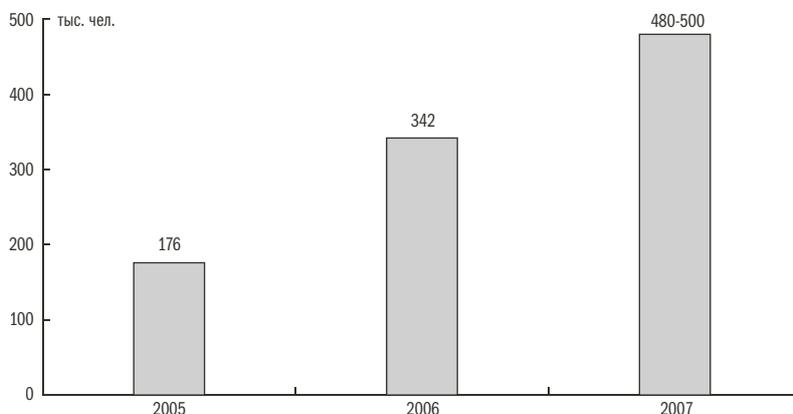
Источник: ММВБ.

Таким образом, как следует из рис. 13 и 14, активные инвесторы – физические лица составляют 13-14% от числа уникальных клиентов ФБ ММВБ. Очень характерно, что число активных клиентов ФБ ММВБ почти совпадает с разницей между общим числом клиентских счетов и количеством уникальных клиентов. Эта разница соответствует той части клиентской базы, которая пользуется, например, услугами не одной брокерской компании.

С мая 2007 г. (начало публикации данных о количестве активных клиентов) и до конца 2007 г. количество активных клиентов увеличилось на 40%. При этом в августе – сентябре наблюдался спад активности, который может быть объяснен как отпускным временем, так и негативной ситуацией на рынке ценных бумаг.

В 2008 г. какой-либо долговременной тенденции в изменении количества активных клиентов не выявлено. Медианное значение стабилизировалось на уровне 72 тыс. чел., в январе, мае и октябре произошли скачки в сторону увеличения, совпадающие с понижательным и повышательным рыночными трендами.

Национальная лига управляющих с 2002 г. проводит экспертную оценку количества счетов «рыночных» пащиков ПИФ (рис. 15), имеющих ненулевые счета.

**Рис. 15** Участие населения страны в инвестировании на рынке ценных бумаг (клиенты ПИФ)

Источник: НЛУ.

По этим оценкам, за 2006 г. прирост числа пайщиков составил 94%, а за 2007 г. примерно 40%. Оценки числа «рыночных» пайщиков за 2008 г. отсутствуют.

В 2006-2007 гг. возникла новая массовая группа частных инвесторов – это граждане, участвовавшие в «народных IPO» НК «Роснефть», ОАО «Сбербанк России» и ОАО «Банк ВТБ». Общее количество таких граждан, по данным компаний-эмитентов и СМИ, составило около 115 тыс. человек при размещении акций НК «Роснефть», 30 тыс. при размещении акций ОАО «Сбербанк России» и 131 тыс. при размещении акций ОАО «Банк ВТБ».

#### б) инвестиционные фонды

С юридической точки зрения паевые инвестиционные фонды являются имущественными комплексами без образования юридического лица. В табл. 26 приведены сводные данные по динамике изменения количества ПИФ за последние четыре года.

**Таблица 26** Количество паевых инвестиционных фондов<sup>23</sup>

| Тип ПИФ              | Период     |            |            | 2008        |             |             |             |
|----------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                      | 2005       | 2006       | 2007       | Q1          | Q2          | Q3          | Q4          |
| Открытых             | 201        | 299        | 455        | 487         | 486         | 486         | 450         |
| Интервальных         | 59         | 86         | 95         | 101         | 101         | 100         | 94          |
| Закрытых             | 121        | 234        | 398        | 466         | 468         | 481         | 476         |
| в т. ч. недвижимости | 73         | 152        | 269        | 335         | 336         | 351         | 350         |
| <b>ИТОГО</b>         | <b>381</b> | <b>619</b> | <b>948</b> | <b>1054</b> | <b>1055</b> | <b>1067</b> | <b>1020</b> |

Источник: НЛУ.

На конец 2007 г. в России насчитывалось 948 работающих ПИФ, что на 53,2% больше, чем в начале года. Учитывая, что за 2006 г. прирост числа ПИФ составил 60,7%, следует отметить, что в 2007 г. темпы увеличения количества ПИФ несколько сократились. В первом полугодии 2008 г. количество ПИФ практически не изменилось. Это не является следствием каких-либо рыночных тенденций. Дело в том, что в 2008 г. вступили в силу поправки в закон «Об инвестиционных фондах», однако

23 Учитываются фонды, завершившие формирование.

принятие необходимых подзаконных актов задержалось, в связи с чем задержалась и регистрация новых фондов. Во втором полугодии возникла тенденция к сокращению количества ПИФ – так, за четвертый квартал количество открытых фондов снизилось на 7%. В целом за 2008 г. общий прирост количества фондов составил 7,5%, он произошел за счет увеличения числа закрытых фондов.

В табл. 27 приведены сводные данные по динамике изменения стоимости чистых активов ПИФ за последние четыре года.

**Таблица 27** Стоимость чистых активов ПИФ<sup>24</sup> (млрд руб.)

| Тип ПИФ                    | Период       |              |              | 2008         |              |              |              |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                            | 2005         | 2006         | 2007         | Q1           | Q2           | Q3           | Q4           |
| Открытый                   | 30,8         | 91,1         | 134,8        | 124,2        | 118,5        | 81,1         | 47,1         |
| Интервальный               | 38,7         | 59,6         | 43,8         | 38,6         | 39,3         | 28,1         | 13,2         |
| Закрытый                   | 163,4        | 268,1        | 604,2        | 634,1        | 684,6        | 676,9        | 585,7        |
| <i>в т.ч. недвижимости</i> | 24,9         | 69,0         | 189,9        | 223,1        | 251,8        | 266,7        | 261,3        |
| <b>ИТОГО</b>               | <b>233,0</b> | <b>418,8</b> | <b>782,8</b> | <b>797,0</b> | <b>842,5</b> | <b>786,1</b> | <b>646,0</b> |
| СЧА/ВВП (%)                | 1,08         | 1,56         | 2,37         |              |              |              | 1,55         |

Источник: ФСГС, НЛУ.

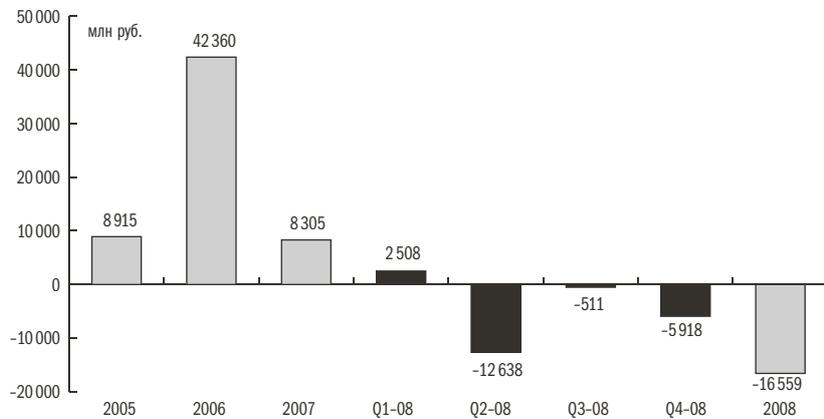
На конец 2007 г. стоимость чистых активов ПИФ составляла 782,8 млрд руб., что на 87% больше, чем в начале года; в 2006 г. прирост составил 80%. К концу 2008 г. стоимость чистых активов ПИФ снизилась на 136 млрд руб. в абсолютном выражении, или на 17,5% относительно начала года. Таким образом, впервые за последние годы наблюдается масштабное снижение стоимости активов ПИФ. В наибольшей степени оно коснулось открытых и интервальных фондов (падение 65-70%). Для закрытых фондов снижение было менее заметным – около 3%, при том, что стоимость активов фондов недвижимости за год возросла на 38%.

В целом в сравнении с ВВП стоимость чистых активов ПИФ в последние годы была и остается незначительной (1–2,4%). Если брать в рассмотрение только открытые и интервальные ПИФ, то отношение стоимости чистых активов и ВВП будет меньше – 0,15-0,55%.

Помимо стоимости чистых активов важнейшей характеристикой ПИФ является объем чистого привлечения средств в фонды. Наиболее показательны эти данные для открытых ПИФ, в которых прием заявок на выдачу и погашение паев осуществляются каждый рабочий день. На рис. 16 приведены данные по чистому привлечению средств в открытые ПИФ.

24 Учитываются фонды, завершившие формирование.

**Рис. 16** Объем чистого привлечения ОПИФ

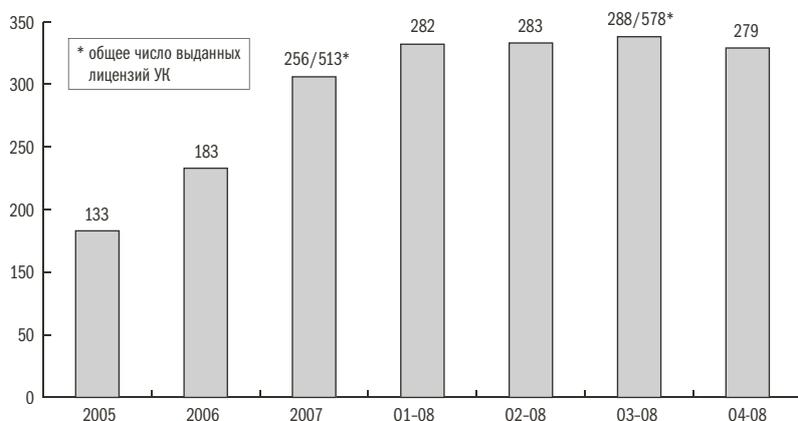


Источник: НЛУ.

Как видно из рис. 16, за последние четыре года рекордным по привлечению новых средств был 2006 г. – объем чистого привлечения составил 42,4 млрд руб. В 2007 г. отмечаются значимый приток средств в первом квартале и отток в четвертом квартале; суммарно по итогам года объем чистого привлечения составил сумму в пять раз меньшую, чем годом ранее, – 8,3 млрд руб. В первом полугодии 2008 г. характерен приток средств в январе и постоянный отток в феврале-июне, причем в мае на фоне повышательного рыночного тренда отток (по-видимому, с целью фиксации финансового результата) был весьма значителен. Во втором полугодии значительный отток средств (около 6 млрд руб.) наблюдался в четвертом квартале. В результате по итогам 2008 г. сальдо привлечения средств в открытые ПИФ стало отрицательным – минус 16,6 млрд руб. Таким образом, в суммарном снижении стоимости чистых активов открытых ПИФ на сумму 87,7 млрд руб. около 20% составляет вывод средств инвесторами.

Ведущим элементом в конструкции ПИФ является управляющая компания. На рис. 17 приведены сводные данные за последние четыре года о количестве управляющих компаний, имеющих под управлением ПИФ.

**Рис. 17** Количество управляющих компаний, имеющих под управлением ПИФ



Источники: ФСФР, НЛУ.

За 2006 г. количество управляющих компаний, имеющих под управлением ПИФ, увеличилось на 36,6%, а за 2007 г. – на 39,9%. Такие показатели роста в 2006-2007 гг. заметно выделялись на фоне изменений в других сферах профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и свидетельствовали о большом интересе к отрасли коллективных инвестиций в этот период. В первом полугодии 2008 г. рост числа управляющих компаний, имеющих под управлением ПИФ, приостановился, а к концу года их число уменьшилось. Скорее всего, это связано как с приостановлением регистрации новых ПИФ, так и с кризисными проявлениями на финансовом рынке. В бизнес по управлению ПИФ вовлечено около половины всех организаций, имеющих лицензии управляющих компаний. Остальные сосредоточены только на управлении активами НПФ и других проектах, существуют и компании, которые не ведут деятельности.

### в) общие фонды банковского управления

Общие фонды банковского управления (ОФБУ) – инвестиционный продукт, который предлагают кредитные организации на основе инструкции Банка России<sup>25</sup>. ОФБУ признается имущественный комплекс, состоящий из имущества, передаваемого в доверительное управление разными лицами, а также приобретаемого доверительным управляющим при осуществлении доверительного управления. С юридической точки зрения ОФБУ в основе своей сходны с ПИФ, однако участие в них не удостоверяется ценной бумагой, а уровень защиты интересов участников – ниже. Инвестор, вкладывая свои средства в ОФБУ, получает так называемый сертификат долевого участия, который не является ценной бумагой. Требования к составу и структуре активов ОФБУ более либеральны, чем требования к ПИФ. В деятельность по управлению ОФБУ, по имеющимся сведениям, вовлечено около 30 кредитных организаций, данные по количеству фондов и стоимости чистых активов за последние четыре года приведены в табл. 28<sup>26</sup>.

**Таблица 28** Общие фонды банковского управления

| Период                               | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |       |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                      |       |       |       | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |
| Количество фондов                    | 173,0 | 239,0 | 273,0 | 272,0 | 289,0 | 293,0 | 291,0 |
| в т. ч. рублевых                     | 120,0 | 170,0 | 201,0 | 200,0 | 211,0 | 216,0 | 215,0 |
| в т. ч. валютных                     | 53,0  | 69,0  | 73,0  | 72,0  | 78,0  | 77,0  | 76,0  |
| Стоимость чистых активов (млрд руб.) | 7,9   | 17,1  | 21,1  | 18,1  | 17,0  | 9,8   | 7,5   |

Источник: *investfunds.ru*.

Как следует из табл. 28, ОФБУ заметно уступают ПИФ как по количеству фондов, так и по суммарной стоимости чистых активов. Если в 2006 г. отмечался рост ОФБУ (на 38% выросло их количество и на 118% – стоимость их чистых активов), то в 2007 г. рост был весьма незначительным (14 и 23% соответственно). В 2008 г. рост количества ОФБУ приостановился (увеличение 7%), а стоимость чистых активов с начала года снизилась на 13,6 млрд руб. (около 65%). Обобщенные данные о числе инвесторов ОФБУ не раскрываются, некоторые эксперты оценивают их в 30 тыс. (в 2006-2007 гг.).

### г) негосударственные пенсионные фонды

По данным ФСФР<sup>27</sup>, действующие лицензии НПФ на конец 2007 г. имели 253 организации, из них 126 фондов допущены к деятельности по обязательному пенсионному страхованию. К концу 2008 г.

25 Инструкция ЦБ от 02.07.97 «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерского учета этих операций кредитными организациями РФ».

26 Данные по ОФБУ за 2005-2008 гг. были откорректированы *investfunds.ru* в связи с внедрением более детальной методики сбора информации.

27 *www.fesm.ru*

количество действующих лицензий НПФ снизилось до 241, а количество фондов, допущенных к обязательному пенсионному страхованию, увеличилось до 136.

Данные по активам НПФ, связанным с негосударственным пенсионным обеспечением (пенсионные резервы) и обязательным пенсионным страхованием (пенсионные накопления), приведены в табл. 29.

**Таблица 29** Инвестиционные ресурсы НПФ (млрд руб.)

| Период                             | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   |        |        |    |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----|
|                                    |        |        |        | Q1     | Q2     | Q3     | Q4 |
| Пенсионные резервы                 | 277,34 | 405,18 | 472,89 | 485,06 | 502,47 | 506,74 | нд |
| Пенсионные накопления              | 2,01   | 9,96   | 26,76  | 42,56  | 43,07  | 39,92  | нд |
| <b>Итого</b>                       | 279,35 | 415,14 | 499,65 | 527,62 | 545,54 | 546,66 | нд |
| Инвестиционные ресурсы НПФ/ВВП (%) | 1,29   | 1,54   | 1,51   |        |        |        | нд |

Источник: *www.investfunds.ru*.

Как следует из табл. 29, если за 2006 г. пенсионные резервы НПФ увеличились в 1,5 раза, то в 2007 г. они увеличились незначительно – всего на 16,7%. Пенсионные накопления в 2006 г. увеличились скачкообразно – в пять раз, в 2007 г. – в 2,7 раза. В первом полугодии 2008 г. в сравнении с аналогичным периодом 2007 г. прирост пенсионных резервов и пенсионных накоплений составил 16,5% и 116% соответственно. Данные на конец 2008 г. к моменту написания обзора отсутствовали, обращает на себя внимание то, что в третьем квартале рост пенсионных резервов практически остановился, а объем пенсионных накоплений впервые с начала пенсионной реформы уменьшился на 7,3%.

В целом в сравнении с ВВП объем инвестиционных ресурсов НПФ был и остается незначительным (1,3-1,5%).

Управление инвестиционными ресурсами НПФ может осуществляться фондом как самостоятельно, так и с привлечением управляющей компании. В последние годы сложилась практика, когда условиями договора с управляющими компаниями об управлении ресурсами НПФ предусматривается определенная доходность от инвестирования. В условиях глубокого падения рынка ценных бумаг в 2008 г. в целом ряде случаев возникли убытки при управлении инвестиционными ресурсами НПФ. К одной управляющей компании был подан судебный иск с требованием вернуть в полном объеме средства, переданные под ее управление и компенсировать убытки от их инвестирования.

#### **д) инвестирование средств пенсионных накоплений**

Застрахованные лица, то есть работники, за которых работодатели платят пенсионные взносы в Пенсионный фонд России и имеющие накопительную часть трудовой пенсии, могут перевести свои пенсионные накопления в НПФ или передать их в управление управляющей компании – частной или государственной. Первый конкурс среди частных управляющих компаний на право участия в инвестировании средств пенсионных накоплений был проведен в 2004 г. и вызвал большой интерес и у профессионального сообщества, и заинтересованной публики. В результате к управлению средствами пенсионных накоплений было допущено 55 компаний. Вместе с тем в последующие годы со стороны частных компаний интерес к этому проекту пропал.

Однако в 2008 г. еще четыре управляющих компании прошли конкурсные процедуры и допущены к управлению накопительной частью трудовой пенсии. Таким образом, к концу 2008 г. Пенсионный фонд России заключил договоры доверительного управления средствами пенсионных накоплений с 59 компаниями. Функции государственной управляющей компании до настоящего времени выполняет ОАО «Государственная корпорация «Банк развития внешнеэкономической деятельности» («Внешэкономбанк»).

«Внешэкономбанк» в качестве государственной управляющей компании имеет право вкладывать пенсионные накопления только в государственные ценные бумаги. Возможности инвестирования у частных управляющих компаний более широкие.

Данные о размере пенсионных накоплений, переданных в НПФ, приведены в табл. 29. В табл. 30 представлены данные о стоимости чистых активов средств пенсионных накоплений, находящихся в распоряжении «Внешэкономбанка» и частных управляющих компаний.

**Таблица 30** Стоимость чистых активов, в которые инвестированы средства пенсионных накоплений (млрд руб.)

| Период                            | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |       |       |       |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                   |       |       |       | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    |
| «Внешэкономбанк»                  | 176,3 | 267,1 | 362,9 | 348,7 | 353,7 | 350,1 | 343,1 |
| Частные управляющие компании      | 5,6   | 9,4   | 12,2  | 12,1  | 12,3  | 10,5  | 7,1   |
| <b>ВСЕГО</b>                      | 181,9 | 276,4 | 375,1 | 360,7 | 366,0 | 360,6 | 350,2 |
| Инвестиционные ресурсы УК/ВВП (%) | 0,8   | 1,0   | 1,1   |       |       |       | 0,8   |

Источники: ВЭБ, ПФР, [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru).

Как следует из табл. 30, подавляющий (около 97%) объем средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, переданных в доверительное управление, находится в распоряжении «Внешэкономбанка». В 2006-2007 гг. наблюдалось увеличение средств под управлением государственной управляющей компании (в 2006 г. прирост составил 51,5%, в 2007 г. – 35,9%). Вместе с тем в 2008 г. впервые с начала пенсионной реформы, несмотря на очень консервативную инвестиционную декларацию, произошло снижение стоимости чистых активов средств пенсионных накоплений под управлением «Внешэкономбанка» на 19,8 млрд руб. в абсолютном исчислении, или на 5,5%.

Стоимость чистых активов пенсионных накоплений, находящихся под управлением частных управляющих компаний, к концу года также снизилась. В абсолютном выражении снижение составило 1,7 млрд руб., в относительном – 42%.

Снижение стоимости чистых активов пенсионных накоплений может быть связано как с перераспределением пенсионных накоплений в пользу НПФ, так и отрицательными инвестиционными результатами управления.

В целом в сравнении с ВВП объем инвестиционных ресурсов, связанных с инвестированием накопительной части трудовой пенсии и находящихся под управлением государственной и частных управляющих компаний, в последние годы был и остается незначительным (0,8-1%).

#### е) коммерческие банки

Многие российские банки выступают на рынке ценных бумаг в качестве профессиональных участников, а также в качестве инвесторов.

Сводные данные по объемам различных типов ценных бумаг в активах кредитных организаций за последние три с половиной года приведены в табл. 31<sup>28</sup>.

28 Учитываются ценные бумаги, приобретенные как на внутреннем, так и на внешнем рынках.

**Таблица 31** Ценные бумаги в активах кредитных организаций (млрд руб.)

| Период  | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|   |        |        |        | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     |
| Ценные бумаги* (ВСЕГО)                                  | 1400,1 | 1745,4 | 2250,6 | 2252,5 | 2347,5 | 2195,0 | 2365,2 |
| <i>в том числе</i>                                      |        |        |        |        |        |        |        |
| Долговые обязательства*                                 | 998,0  | 1251,4 | 1541,4 | 1563,9 | 1608,6 | 1577,2 | 1760,3 |
| Долевые ценные бумаги*                                  | 127,1  | 185,0  | 316,3  | 285,5  | 290,9  | 209,3  | 193,4  |
| Портфель контрольного участия в дочерних и зависимых АО | 64,9   | 79,8   | 141,9  | 144,6  | 176,9  | 195,3  | 212,0  |
| Учтенные векселя  | 210,1  | 229,2  | 251,1  | 258,5  | 271,1  | 213,2  | 199,5  |
| Ценные бумаги по договорам с обратной продажей          | 139,3  | 215,9  | 304,1  | -      | -      | -      | -      |

\* До 1.02.08 без учета ценных бумаг по договорам с обратной продажей.

Источник: Банк России.

В 2006-2007 гг. объем ценных бумаг в активах кредитных организаций ежегодно увеличивался в среднем на 25% в год, однако в 2008 г. рост приостановился и составил всего 5%. В относительном выражении за последние годы доля ценных бумаг (без учета сделок РЕПО) в активах кредитных организаций имеет тенденцию к снижению: в 2005 г. она составляла 14%, в 2006 г. – 12%, в 2007 г. – 11%. В течение 2008 г. тенденция к снижению продолжилась от 10% в первом квартале до 8% в четвертом.

Долговые ценные бумаги в совокупном портфеле ценных бумаг кредитных организаций составляют в среднем 68-74%, тенденция к снижению, которая проявилась в 2007 г. – первой половине 2008 г., во втором полугодии изменилась на противоположную. Доля акций (без учета акций дочерних и зависимых организаций) составляет в среднем 9-14% и имеет обратную тенденцию – она росла в 2005-2007 гг., а в 2008 г. начала постепенно снижаться. Доля векселей в 2005-2008 гг. постоянно снижается с 15 до 8%.

#### ж) зарубежные инвестиционные фонды

Российский фондовый рынок представляет постоянный интерес для зарубежных инвестиционных фондов. По данным «Интерфакс Бизнес Сервис», в 2005 г. в акции и депозитарные расписки российских компаний инвестировали 1200 зарубежных фондов, раскрывающих информацию о своей деятельности. В 2006-2007 гг. их количество росло в среднем на 25% в год (2006 г. – 1520 фондов, 2007 г. – 1942 фонда). В 2008 г., несмотря на кризисные явления, такие темпы роста сохранились, и к концу года число зарубежных инвестиционных фондов выросло до 2406 фондов.

Объем инвестиций в ценные бумаги российских компаний (как в локальные акции, так и в форме депозитарных расписок) этих фондов постоянно растет. В 2005 г. он составил 22,8 млрд долл., в 2006 г. – 49,5 млрд долл. (прирост 117%), а в 2007 г. – 73,4 млрд долл. (прирост 48%). В 2008 г. объем инвестиций в ценные бумаги российских компаний вырос незначительно (прирост 4%) и достиг 76,4 млрд долл.

Около 60% российских активов сосредоточено в зарубежных фондах, расположенных в Великобритании и США.

Вместе с тем относительная доля российских активов в зарубежных фондах невысока, в среднем она составляет 3,3% совокупного портфеля фондов. Фондов, специализирующихся на России (доля российских активов более 75%), мало – 25-35, на конец 2008 г. они аккумулировали в сумме около 8,7 млрд долл., что на 19% больше, чем годом ранее. Гораздо больше глобальных фондов, где доля российских активов не превышает 10%. На конец 2008 г. таких фондов насчитывалось свыше 1900, а совокупный объем российских активов в них составил 29,1 млрд долл., что на 23% меньше, чем годом ранее. Таким образом, если в специализированных фондах, ориентированных

в первую очередь на Россию, наблюдался рост российских активов, то в глобальных фондах, наоборот, произошло их уменьшение.

По имеющимся оценкам, в последние годы наблюдается постоянное увеличение объема чистого привлечения средств зарубежными фондами, инвестирующими в российские активы<sup>29</sup>: 2006 г. – 0,9 млрд долл., 2007 г. – 1,2 млрд долл. В 2008 г. эта тенденция, несмотря на кризисные явления, сохранилась, и объем чистого привлечения по тем же оценкам остался положительным и составил около 2,0 млрд долл. При этом в течение года наблюдался значимый приток в мае и отток в июле-августе.

В целом соотношение объемов инвестиций зарубежных фондов в российские активы, осуществляемых через российские и иностранные биржи, оценивается как 25 к 75%.

Помимо зарубежных инвестиционных фондов, раскрывающих информацию о своей деятельности, в российские активы инвестируют также зарубежные хедж-фонды, которые являются гораздо менее транспарентными, что не позволяет дать оценку их инвестиций.

### 2.3. Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Обобщенные, систематизированные и подробные данные о профессиональных участниках российского рынка ценных бумаг не публикуются. По данным ФСФР<sup>30</sup>, на конец 2006 г. общее число профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих различные виды деятельности на основании соответствующих лицензий составляло 1711 организаций. По нашим оценкам, около 40% из них являются кредитными организациями.

Данные об общем числе профессиональных участников рынка ценных бумаг за 2007 г. и 2008 г. отсутствуют.

#### а) брокеры, дилеры, доверительные управляющие

Российское законодательство регулирует три вида деятельности операторов фондового рынка – брокерскую деятельность, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами. Определения этих видов деятельности в целом соответствуют пониманию, принятому на развитых рынках, с учетом следующих оговорок:

- брокерская деятельность сама по себе не предполагает учет прав клиентов на ценные бумаги, поэтому брокерам, желающим осуществлять такой учет, необходимо получать отдельную лицензию на депозитарную деятельность;
- дилерской деятельностью признаются только такие операции купли-продажи ценных бумаг, которые сопровождаются публичным объявлением цен покупки и /или продажи, поэтому освобождаются от регулирования компании и граждане, которые регулярно совершают операции с ценными бумагами, в том числе даже публично предлагают купить или продать ценные бумаги, однако при этом не объявляют цен;
- доверительное управление ценными бумагами формально отличается от доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, что выражается в существовании двух разных типов лицензий на эти сходные виды деятельности.

Данные о количестве действующих лицензий профессиональных посредников представлены в табл. 32.

29 Оценка «Альфа Банка».

30 Отчет о работе ФСФР за 2006 г.

**Таблица 32** Лицензии профессиональных посредников

| Вид деятельности            | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Брокерская                  | 1 379 | 1 433 | 1 445 | 1 475 |
| Дилерская                   | 1 398 | 1 394 | 1 422 | 1 470 |
| Управление ценными бумагами | 1 022 | 1 100 | 1 169 | 1 286 |

Источник: ФСФР России.

Как следует из табл. 32, в течение последних четырех лет состав профессиональных рыночных посредников в целом стабилен и имеет тенденцию к росту. Подчеркнем, что речь идет именно о количестве выданных лицензий, а не о числе работающих на рынке ценных бумаг организаций. Большинство профессиональных участников рынка ценных бумаг – посредников имеют три-четыре лицензии (брокерскую, дилерскую, депозитарную, лицензию по управлению ценными бумагами).

В 2008 г. ФСФР проводила очищение рынка от организаций, имеющих лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, но не ведущих деятельность и не представляющих отчетность, однако это не повлияло на рост количества действующих лицензий. Введенные с начала 2008 г. повышенные требования к собственному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг также не отразились на составе профессиональных рыночных посредников и не привели к сокращению их количества или слияниям/поглощениям. Вместе с тем во второй половине 2008 г., в острой фазе финансового кризиса, в ряде организаций – профессиональных участников финансового рынка произошла смена контролирующих акционеров (собственников).

Обращает на себя внимание то, что в 2008 г. количество выданных лицензий на доверительное управление ценными бумагами увеличилось на сто семнадцать, или на 10%, в сравнении с предыдущим годом, что значимо выделяется среди иных видов деятельности. На фоне описанного выше спада темпов роста количества управляющих компаний (см. рис. 17) это может быть реакцией на временные ограничения в регистрации ПИФ при наличии спроса на услуги доверительного управления.

### б) торгово-расчетная инфраструктура

К торгово-расчетной инфраструктуре российского рынка ценных бумаг относятся профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие следующие виды деятельности:

- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг (включая фондовые биржи);
- клиринговую деятельность;
- депозитарную деятельность в качестве расчетных депозитариев.

Кроме того, составной частью этой инфраструктуры являются небанковские кредитные организации, выполняющие функции расчетных организаций.

По данным ФСФР, на конец 2008 г. в России имеется девять организаций, имеющих лицензии организаторов торговли или фондовой биржи. Тринадцать организаций имеют лицензию клиринговой организации, две из них получили лицензии в 2007 г. и еще две – в 2008 г.

Вместе с тем в результате рыночной конкуренции и объективных интеграционных процессов фактически сложилось два ведущих инфраструктурных центра – Группа ММВБ и Группа РТС, которые, собственно, и формируют сегодня организованный рынок ценных бумаг и производных на ценные бумаги в России.

**Группа ММВБ** представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру, в которую входят:

- ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа»;
- ЗАО «Фондовая биржа ММВБ»;
- Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»;
- Небанковская кредитная организация «Расчетная палата ММВБ» (ЗАО);
- ЗАО Акционерный коммерческий банк «Национальный клиринговый центр».

В июне 2008 г. в рамках Группы ММВБ учреждена специализированная компания – ЗАО «ММВБ – Информационные технологии», основным направлением деятельности которой является развитие и поддержка программно-технических решений для подключения участников торгов к торговой системе ММВБ.

Группа ММВБ поддерживает несколько режимов торговли:

- Рынок государственных ценных бумаг;
- Режим основных торгов;
- Режим переговорных сделок;
- Режим торгов РЕПО.

В основу механизма торговли **на рынке государственных и муниципальных ценных бумаг** (организатор – ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа») заложен принцип «order-driven market» – рынок конкурирующих между собой заявок, при котором сделка заключается автоматически при пересечении условий во встречных заявках. Сделки осуществляются по принципу «поставка против платежа» при 100%-ном предварительном депонировании активов. Исполнение по сделкам осуществляется на дату их заключения (T+0).

**На фондовом рынке ММВБ** (организатор торговли – ЗАО «Фондовая биржа ММВБ») в основу механизма торговли также заложен принцип «order-driven market», «поставки против платежа» при 100%-ном преддепонировании активов и исполнении сделок на дату их заключения (T+0).

**В режиме переговорных сделок** участники торгов имеют возможность котировать ценные бумаги путем выставления безадресных заявок (приглашения к оферте для всех участников торгов) и заключать сделки на двусторонней (неанонимной) основе с использованием встречных адресных заявок (оферта на совершение сделки со стороны одного участника торгов в адрес другого участника торгов). При этом участники торгов при совершении сделки определяют дату исполнения по ней обязательств в диапазоне: начиная от текущего торгового дня (T+0) до 30 календарных дней после заключения сделки (T+30). Данный режим торгов позволяет участникам торгов заключать сделки либо с полным контролем обеспечения, либо без контроля обеспечения.

**Режим торгов РЕПО** предоставляет возможность заключения сделок с датой исполнения в любой день, начиная со следующего дня после дня заключения сделки до выбранной даты ее исполнения включительно. Датой исполнения второй части сделки РЕПО является дата, определяемая как  $T+x+k$ , где  $T+x$  – надлежащая дата исполнения первой части сделки РЕПО, а  $k$  – срок сделки РЕПО ( $k$  принимает значение от 0 до 180 календарных дней,  $x$  – от 0 до 2 расчетных дней).

Клиринг по сделкам, совершенным на ФБ ММВБ, осуществляется ЗАО «ММВБ». Расчеты по нетто-обязательствам участников торгов по совершенным ими сделкам осуществляются на основе расчетных документов ЗАО «ММВБ» как клирингового центра, в «Расчетной Палате ММВБ» (расчетная организация по денежным средствам) и в НП «НДЦ» (расчетный депозитарий по ценным бумагам).

В марте 2008 г. введен дополнительный сервис, позволяющий совершать сделки или исполнять обязательства по ранее совершенным сделкам на условиях простого клиринга с проведением расчетов по схеме «поставка против платежа» в ходе торгового дня, а не по его завершению.

Также в 2008 г. на ФБ ММВБ была внедрена технология буферизации заявок, позволяющая собирать заявки в течение определенного (до 30 дней) периода времени. С использованием данной технологии могут осуществляться операции по выкупу эмитентом собственных акций и /или формированию книги заявок напрямую через систему торгов. В марте по этой технологии был осуществлен выкуп акций одного из российских эмитентов.

На ФБ ММВБ в 2007 г. сформирован Сектор инновационных и растущих компаний (ИРК). Дебютным эмитентом в этом секторе стал ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций «ФИНАМ – Информационные технологии». Этот фонд специализируется на приобретении активов в различных секторах IT-бизнеса. В ходе биржевого размещения в июне 2007 г. фонд привлек 500 млн руб. По итогам 2007 г. объем сделок с паями фонда на ФБ ММВБ составил 565 млн руб., по итогам 2008 г. – 274 млн. руб. Также в июне 2007 г. одновременно в секторе ИРК ФБ ММВБ и на RTS START произошло размещение дополнительного выпуска акций ОАО «Армада», специализирующейся в области IT-технологий, суммарный объем размещения составил 29,7 млн руб. По итогам 2007 г. объем сделок с акциями этого эмитента на ФБ ММВБ составил 20,2 млн руб., по итогам

2008 г. – 737 млн. руб. В июле 2008 г. в секторе ИРК ФБ ММВБ проведено размещение акций ОАО «О2ТВ», специализирующейся в области телевидения. Объем размещения составил около 10 млн долл. По итогам 2008 г. объем сделок с акциями этого эмитента на ФБ ММВБ составил 4,6 млн руб.

В августе 2008 г. на ФБ ММВБ был создан новый сектор MICEX Discovery как часть общего рынка биржи с особым порядком допуска акций к торгам и критериями отбора компаний. Акции, включенные в этот сектор, допускаются к торгам по инициативе биржи, которая для снижения рисков инвесторов использует многоуровневую систему селекции компаний и институт информационного спонсорства. В течение года в этот сектор были включены акции 40 российских компаний. По итогам 2008 г. объем сделок с акциями этих эмитентов на ФБ ММВБ составил 311 млн руб.

В августе 2008 г. на ФБ ММВБ было завершено создание необходимой нормативной базы для обращения на российском рынке ценных бумаг нового фондового инструмента – российских депозитарных расписок (РДР), введена в действие новая редакция Правил листинга. До конца 2008 г. размещения РДР не осуществлялись.

Обобщающие итоги торгов негосударственными ценными бумагами ФБ ММВБ в 2005-2008 гг. приведены в табл. 33<sup>31</sup> как в рублевом, так и в валютном выражении.

**Таблица 33** Итоги торгов ФБ ММВБ

| Период       | размерность | 2005  | 2006   | 2007   | 2008   |        |        |       | 2008   |
|--------------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
|              |             | итого | итого  | итого  | Q1     | Q2     | Q3     | Q4    | итого  |
| Объем торгов | млрд долл.  | 226   | 755    | 1708,9 | 516    | 618    | 629    | 222   | 1986   |
| Объем торгов | млрд руб.   | 6 400 | 20 380 | 43 500 | 12 523 | 14 650 | 15 153 | 6 033 | 48 359 |

Источник: ММВБ.

Таким образом, как следует из табл. 33, в 2006 и 2007 гг. произошел бурный рост биржевых оборотов на ФБ ММВБ (годовой прирост в рублевом выражении 218% и 113% соответственно). На этом фоне годовой прирост в 2008 г. (11%) выглядит незначительным. Обращает внимание резкое падение (более чем в два раза) биржевых оборотов в четвертом квартале.

В 2008 г. на ФБ ММВБ резко увеличилось количество и объем неисполненных сделок. По большей части они связаны с неисполнением сделок РЕПО. По данным, раскрываемым этой биржей, в течение года суммарно было зафиксировано 1442 случая неисполнения сделок на сумму 38,8 млрд руб. Пик нарушений пришелся на сентябрь – октябрь (1354 нарушения, сумма неисполненных сделок – 36,1 млрд руб.).

Особого накала ситуация с неисполнением сделок РЕПО достигла в районе 17 сентября 2009 г. В этот период Банк России и ММВБ пришлось принимать экстраординарные меры по «расшивке» неплатежей. Возникшая ситуация с неисполнением сделок РЕПО усугубила кризисное состояние фондового рынка.

С 1 октября ФБ ММВБ возобновила вечернюю торговую сессию – до 19:00.

**Группа РТС** представляет собой интегрированную торгово-расчетную инфраструктуру, в которую входят:

- Некоммерческое партнерство «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»;
- ОАО «Фондовая биржа «Российская Торговая Система»;
- Некоммерческое партнерство «Фондовая биржа «Санкт-Петербург»;
- ЗАО «Клиринговый центр РТС»;
- Небанковская кредитная организация «Расчетная палата РТС» (ООО);
- ЗАО «Депозитарно-Клиринговая Компания».

Группа РТС поддерживает несколько режимов торговли:

31 Учитывались сделки с акциями, корпоративными, субфедеральными, муниципальными облигациями, инвестиционными паями, включая операции РЕПО.

- Биржевой рынок;
- Классический рынок;
- Срочный рынок FORTS.

Организатором торговли выступает ОАО «ФБ РТС». НП «ФБ «Санкт-Петербург» осуществляет торговлю акциями ОАО «Газпром».

**Биржевой рынок РТС** работает на следующих принципах: анонимный аукцион заявок (order-driven market), 100%-ное предварительное депонирование активов, способ расчетов – «поставка против платежа» на T+0, котировки и расчеты в рублях. В качестве клирингового центра используется НП «ФБ РТС», расчетный депозитарий – ЗАО «ДКК», расчетная кредитная организация – НКО «Расчетная палата РТС».

В рамках **Классического рынка РТС** используются две модели торгов:

- Классический рынок с неанонимной торговлей, что предполагает заключение сделок на основе неанонимных котировок (quote-driven market), отсутствие предварительного депонирования активов, котировки в долларах США, а также возможность выбора даты расчетов (от T+0 до T+30), способа расчетов («поставка против платежа» или свободная поставка), валюты расчетов (как рубли, так и иностранная валюта). Клиринговый центр и расчетный депозитарий не используются. Для денежных расчетов в режиме «поставка против платежа» привлекаются НКО «Расчетная палата РТС» или J. P Morgan Chase Bank, в режиме свободной поставки – любой банк.
- Классический рынок с анонимной торговлей, что предполагает анонимный аукцион заявок (order-driven market), частичное предварительное депонирование активов, способ расчетов – «поставка против платежа» на T+4, котировки и расчеты в долларах США. В качестве клирингового центра используется НП «ФБ РТС», расчетный депозитарий – ЗАО «ДКК», расчетные кредитные организации – НКО «Расчетная палата РТС» или J. P Morgan Chase Bank.

В сентябре 2007 г. на рынке акций была запущена технология «центрального контрагента по сделкам», при которой НП «ФБ РТС» выступает в качестве контрагента по всем сделкам. В июне 2008 г. введена технология неттинга в расчетах на рынке акций в режиме торгов с «центральным контрагентом».

В мае 2008 г. Совет директоров РТС принял решение перевести с 1 сентября 2008 г. клиринг по ценным бумагам из НП «ФБ РТС» в ЗАО «Клиринговый центр РТС».

**Срочный рынок FORTS** базируется на анонимном аукционе заявок (order-driven market). Расчеты и поставка осуществляются по истечении срока обращения контракта. Котировки и расчеты осуществляются в рублях. В качестве клирингового центра используется ЗАО «Клиринговый центр РТС», расчетный депозитарий – ЗАО «ДКК», расчетная кредитная организация – НКО «Расчетная палата РТС». С сентября 2007 г. на рынке FORTS стал проводиться промежуточный клиринг (14:00-14:03).

В мае 2008 г. на рынке FORTS введена вечерняя торговая сессия. Основная сессия завершается в 17:45, после чего проводится клиринговый сеанс. Вечерняя сессия продолжается с 18:00 до 23:50, расчеты по заключенным в этот период сделкам осуществляются в 14:00 следующего дня.

Кроме того, в рамках РТС функционирует система индикативных котировок RTS Board, основанная на следующих принципах: выставление индикативных котировок на ценные бумаги, не допущенные к торгам на фондовой бирже РТС, отсутствие предварительного депонирования ценных бумаг и денежных средств, котировки в долларах США, возможность выбора даты расчетов (от T+0 до T+30), способа расчетов (поставка против платежа или свободная поставка), валюты расчетов (как рубли, так и иностранная валюта). Клиринговый центр и расчетный депозитарий не используются. Для денежных расчетов в режиме «поставка против платежа» привлекаются НКО «Расчетная палата РТС» или J. P Morgan Chase Bank, в режиме свободной поставки – любой банк.

В Группе РТС в 2008 г. запущен новый проект – RTS Global, предназначенный для выставления индикативных котировок по иностранным ценным бумагам, заключение внебиржевых сделок, а также расчеты по сделкам в ЗАО «ДКК». На конец 2008 г. в этом секторе была доступна 51 ценная бумага, однако сделок с ними практически не было.

В 2007 г. В Группе РТС создан специальный сегмент – RTS START для вывода на открытый рынок компаний малой капитализации. Дебютным эмитентом, представленным в RTS START, стало ОАО «БФ «Коммунар», затем в течение года на этой площадке появилось еще четыре эмитента – ОАО

«Армада», ОАО «Косогорский металлургический комбинат», ОАО «СигМА» и ОАО «Нефтекамский автозавод». Объемы сделок с акциями этих эмитентов в 2007 г. были крайне незначительны. Наиболее ликвидными эмитентами по итогам года были ОАО «Армада» и ОАО «Нефтекамский автозавод» (объемы сделок 4,0 млн долл. и 2,7 млн долл. соответственно), наименее ликвидным – ОАО «СигМА» (пять сделок общим объемом 20 тыс долл.). В ноябре 2007 г. основной и дополнительный выпуски акций ОАО «Армада», обращающиеся на РТС, были переведены в котировальный список «Б» с последующим исключением из сегмента RTS START. В мае 2008 г. в сегменте RTS START добавился один эмитент – ОАО «Электроцинк». Суммарный объем сделок в этом сегменте по итогам 2008 г. был крайне незначителен – около 4 млн руб.

В 2008 г. в РТС запущена технология расчетов с использованием «центрального контрагента», сделки в этом режиме в настоящее время проводятся с ценными бумагами двух эмитентов. В качестве центрального контрагента выступает ЗАО «КЦ РТС». Также в РТС в 2008 году реализован FIX протокол для управления заявками в торговой системе в режиме электронной торговли (анонимная классика).

Обобщающие итоги торгов на различных рынках Группы РТС в 2005-2008 гг. приведены в табл. 34<sup>32</sup>.

**Таблица 34** Итоги торгов РТС

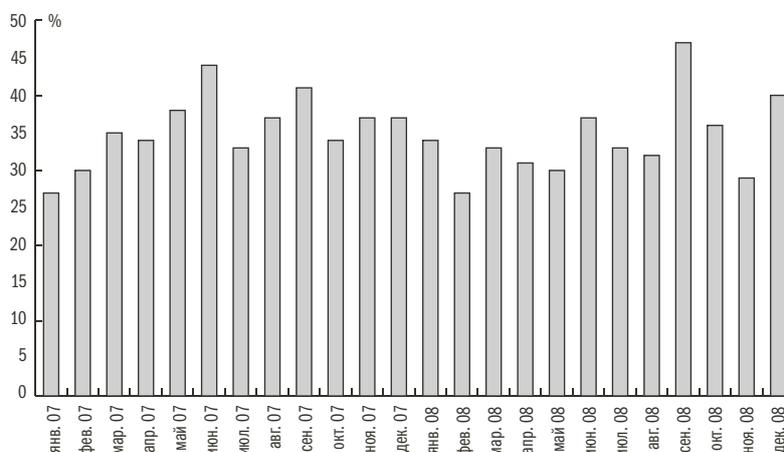
| Период                        | размерность | 2005  | 2006   | 2007   | 2008   |        |        |        | 2008    |
|-------------------------------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
|                               |             | итого | итого  | итого  | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | итого   |
| <b>Классический рынок РТС</b> |             |       |        |        |        |        |        |        |         |
| Объем торгов                  | млрд долл.  | 7,7   | 16,1   | 14,6   | 3,6    | 3,1    | 2,4    | 0,7    | 9,8     |
| <b>Биржевой рынок РТС</b>     |             |       |        |        |        |        |        |        |         |
| Объем торгов                  | млрд руб.   | 82,0  | 27,3   | 23,5   | 4,9    | 7,4    | 7,4    | 8,5    | 28,1    |
| <b>Биржевой рынок ФБ СПБ</b>  |             |       |        |        |        |        |        |        |         |
| Объем торгов                  | млрд руб.   | 936,8 | 1205,9 | 71,2   | 21,1   | 18,0   | 1,9    | 0,6    | 41,7    |
| <b>Срочный рынок FORTS</b>    |             |       |        |        |        |        |        |        |         |
| Объем торгов                  | млрд руб.   | 687,1 | 2708,5 | 7531,2 | 3195,7 | 3453,7 | 3408,1 | 1100,2 | 11157,7 |
| <b>RTS Board</b>              |             |       |        |        |        |        |        |        |         |
| Объем торгов                  | млн долл.   | 309,1 | 544,8  | 751,9  | 199,1  | 141,2  | 81,7   | 14,5   | 436,4   |

Источник: РТС.

В соответствии с Положением о представлении информации<sup>33</sup> фондовые биржи осуществляют сбор информации о внебиржевых сделках с ценными бумагами, включенными в котировальные списки фондовых бирж, при условии, что исполнение обязательств по сделкам предусматривает переход прав собственности на ценную бумагу. На рис. 17 представлен график, характеризующий долю рапортируемых внебиржевых сделок в суммарном объеме биржевых (без учета сделок РЕПО) и рапортируемых внебиржевых сделок, осуществляемых (рапортируемых) через ФБ ММВБ и РТС.

32 Учитывались сделки с акциями, корпоративными, субфедеральными, муниципальными облигациями, инвестиционными паями, включая операции РЕПО. Для срочного рынка FORTS – сделки с фьючерсами и опционами на все виды базовых активов.

33 Приказ ФСФР от 22.06.06 № 06-67/пз-н «Об утверждении положения о представлении информации о заключении сделок».

**Рис. 18** Доля внебиржевых сделок

Источник: ММВБ.

В 2007 г. было отчитано внебиржевых сделок на сумму около 8,5 трлн руб., в 2008 г. – 6,5 трлн руб. В среднем, доля рапортируемых внебиржевых сделок составляет 34-35% от общего объема сделок, наблюдаются отдельные месяцы (например, июнь 2007 г. и сентябрь 2008 г.), когда этот показатель находился в районе 45%. С начала сбора информации о внебиржевых сделках этот показатель ниже 25% не опускался.

Негативной чертой функционирования фондового рынка начиная с середины сентября и до конца 2008 г. были приостановки и остановки биржевых торгов как на ФБ ММВБ, так и на ФБ РТС. Общие правила приостановления биржевых торгов, действительных в конце 2008 года, были установлены Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденным Приказом ФСФР от 09 октября 2007 г. № 07-102/пз-н. В соответствии с этими правилами биржи должны были приостановить торги на один час в случае повышения или снижения значения открытия технического индекса по сравнению со значением закрытия технического индекса предыдущего дня более чем на 12%, повышения или снижения технического индекса по сравнению со значением открытия технического индекса текущего дня более чем на 8%. Кроме того, в Положении было определено, что биржи приостанавливают торги до истечения следующего дня (при отсутствии решения ФСФР России о более раннем возобновлении торгов), если значение открытия технического индекса выше или ниже последнего значения закрытия на 15% или текущее значение технического индекса выше или ниже значения открытия текущего дня на 10%.

Однако с 30 сентября 2008 г. предписанием ФСФР был установлен более узкий коридор движения цен на биржах. Торги должны были приостанавливаться при изменении технического индекса более чем на 10% по сравнению с уровнем закрытия или более чем на 5%, по сравнению с уровнем открытия. С 7 октября ограничения по изменению технического индекса еще более ужесточаются: решением ФСФР биржевые торги ценными бумагами приостанавливались на час в случае отклонения технического индекса к уровню закрытия более чем на 5%, и до конца следующего торгового дня – при отклонении более чем на 10%. С 14 октября 2008 г. вводятся значения изменения индекса для приостановки биржевых торгов, которые остаются в силе до конца года: торги приостанавливаются на час при падении технического индекса более чем на 5% и росте более чем на 10% и до конца следующего торгового дня – при снижении индекса более чем на 10% или росте свыше 20%.

Также ФСФР в сентябре-октябре 2008 г. трижды останавливала торги на биржах собственными специальными предписаниями.

В результате консультаций с профессиональным сообществом рынка ценных бумаг 13 октября 2008 года ФСФР России приняла изменения в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, в соответствии с которыми после вступления документа в силу вводятся следующие правила: биржевые торги должны приостанавливаться на час (но не позднее 16 часов) – при изменении на 15% фондового индекса по сравнению с последним значением, рассчитанного в течение основной торговой сессии предыдущего торгового дня, и до истечения торгового дня (если иной срок не предусмотрен ФСФР) – при изменении на 25% фондового индекса по сравнению с последним значением указанного индекса, рассчитанного в течение основной торговой сессии предыдущего торгового дня. Если торги приостанавливались на час, впоследствии приостановка осуществляется только в том случае, если возникают основания для приостановки до следующего торгового дня. Данные правила были более эффективными – они привязывали приостановку торгов к основным индексам, а не к техническим, расчет которых не совсем был понятен участникам торгов, а также расширяли коридор движения биржевых цен, что было более адекватно волатильности рынка, возникшей в конце 2008 года. По состоянию на 31 декабря 2008 г. новые правила не вступили в силу и продолжали действовать правила, установленные предписанием ФСФР от 14 октября 2008 года.

С 18 сентября 2008 г. ФСФР запретила осуществление «коротких продаж», а также маргинальных сделок. 23 сентября ФСФР уточнила предписание, в целом подтвердив запреты и дополнив их запретом на иные необеспеченные сделки. 26 сентября после консультаций с профессиональными участниками ФСФР разрешила совершение «коротких продаж» и иных необеспеченных сделок, ограничив предельный уровень маржи 1:1. 30 сентября служба вновь ввела запрет на совершение «коротких продаж», который на момент окончания 2008 года продолжал действие. Запреты ФСФР распространялись на все ценные бумаги, торгуемые на организованном рынке.

Обсуждение эффективности мер, предпринятых ФСФР, демонстрирует полярные точки зрения на этот счет. Критике подвергается чрезмерность требований к приостановкам торгов, а также чрезмерность и продолжительность действия запрета на совершение «коротких продаж». По оценкам профессионального сообщества, данные меры ограничили ликвидность российского фондового рынка, привели к перетоку части операций на зарубежные рынки и могли спровоцировать появление «серых» схем, направленных на обход установленных правил.

Еще одной чертой функционирования российского биржевого рынка в конце 2008 года были операции Внешэкономбанка по приобретению за счет выделяемых государством средств ценных бумаг четырех крупнейших эмитентов, что влияло на движение биржевых индексов и что также вызвало неоднозначную оценку.

### **в) учетная система**

На российском фондовом рынке существуют два альтернативных способа учета прав на ценные бумаги, имеющие одинаковую юридическую силу: по лицевым счетам в системе ведения реестра и по счетам депо в депозитарии. Регистраторы, депозитарии, а также эмитенты, самостоятельно ведущие реестр своих акционеров, в совокупности образуют учетную систему фондового рынка. Регистраторская и депозитарная деятельность лицензируется.

Регистратор – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг (сбор, фиксация, обработка, хранение и представление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг). Регистратор работает на основании договора с эмитентом ценных бумаг; лица, открывающие счета в реестре, не заключают договор с регистратором. Эмитент с количеством акционеров не более 50 имеет право вести реестр самостоятельно или заключить договор с регистратором. Если же число акционеров превышает 50, эмитент обязан передать ведение реестра регистратору, хотя при этом он продолжает отвечать за ведение реестра.

Депозитарий оказывает услуги по учету и удостоверению прав на ценные бумаги, учету и удостоверению передачи ценных бумаг, а также по хранению ценных бумаг (при документарной форме выпуска). Он осуществляет свою деятельность на основе договора с собственником ценных бумаг либо лицом, имеющим иные права в отношении ценных бумаг (депозитарный договор).

В России произошло принятое в мировой практике разделение депозитариев на расчетные и кастодиальные. К расчетным относятся те депозитарии, которые осуществляют расчеты по ценным бумагам по результатам клиринга и проведение всех операций по счетам депо участников рынка ценных бумаг при исполнении сделок, совершенных через организаторов торговли. К кастодиальным депозитариям – все иные депозитарии.

Данные о количестве действующих лицензий регистраторов и депозитариев представлены в табл. 35.

**Таблица 35** Лицензии регистраторов и депозитариев

| Период                  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|-------------------------|------|------|------|------|
| <b>Вид деятельности</b> |      |      |      |      |
| Регистраторская         | 82   | 73   | 66   | 59   |
| Депозитарная            | 743  | 831  | 787  | 789  |

Источник: ФСФР России.

Таким образом, как следует из табл. 35, в течение последних лет, если количество депозитарных лицензий подвержено изменениям как в большую, так и в меньшую сторону, то количество регистраторов имеет явную тенденцию к уменьшению.

### 3. Законодательная база и регулирование

В Российской Федерации нормативная правовая база в области регулирования рынка ценных бумаг образуется несколькими законами («О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Об ипотечных ценных бумагах»), которые определяют общие правила, действующие на рынке ценных бумаг, и подзаконными нормативными правовыми актами (главным образом постановлениями Правительства РФ и приказами ФСФР России), устанавливающими специальные нормы. Функционирование отдельных институтов регламентируется специальными законами: «Об инвестиционных фондах», «О негосударственных пенсионных фондах», «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии», «О накопительно-ипотечной системе жилищного обеспечения военнослужащих», которые также сопровождаются значительным по объему подзаконным регулированием.

В декабре 2007 года были внесены изменения в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и другие законодательные акты Российской Федерации<sup>34</sup>. Одним из основных изменений было введение в законодательство понятия «квалифицированный инвестор» и разграничение круга операций, которые могут совершаться для квалифицированных и неквалифицированных инвесторов. Законом также были введены новые требования к форме отчетности, представляемой в ФСФР России акционерными инвестиционными фондами, управляющими компаниями и специализированными депозитариями, к правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Изменения в закон предполагали большое количество изменений в подзаконные нормативные акты. Наиболее важные из них – изменения типовых правил паевых инвестиционных фондов, произошли только осенью 2008 года. В сентябре, октябре и декабре 2008 года Правительством Российской Федерации были внесены изменения в типовые правила доверительного управления закрытым, открытым и интервальным паевыми инвестиционными фондами<sup>35</sup>.

В 2008 году в целях реализации внесенных изменений ФСФР России был утвержден Порядок лицензирования деятельности инвестиционных фондов, деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, деятельности специализированного депозитария инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, деятельности негосударственных пенсионных фондов по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию<sup>36</sup> и Положение о годовом от-

34 Федеральный закон от 06.12.07 № 334-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

35 Постановление Правительства РФ от 01.09.08 № 651 «О внесении изменений в Типовые правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом».  
Постановление Правительства РФ от 27.10.08 № 790 «О внесении изменений в Типовые правила доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом».  
Постановление Правительства РФ от 24.12.08 № 1005 «О внесении изменений в Типовые правила доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом».

36 Приказ ФСФР России от 07.02.08 № 08-4/пз-н «О лицензировании деятельности инвестиционных фондов, деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, деятельности специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, а также деятельности негосударственных пенсионных фондов по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию».

чете и квартальной отчетности негосударственного пенсионного фонда<sup>37</sup>. В соответствии с теми же поправками в законодательство, в марте 2008 года ФСФР России был утвержден порядок признания юридических и физических лиц квалифицированными инвесторами, установлены требования, которым должны соответствовать лица для признания их квалифицированными инвесторами, порядок ведения реестра лиц, признанных квалифицированными инвесторами<sup>38</sup>.

С 1 февраля 2008 года вступило в силу Положение о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг, утвержденное ФСФР России<sup>39</sup>. В данном Положении определен порядок квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг в зависимости от значений кодов классификации финансовых инструментов – CFI (Classification of Financial Instruments), а также порядок учета иностранных финансовых инструментов российскими депозитариями для российских инвесторов.

В целях стимулирования формирования пенсионных накоплений и повышения уровня пенсионного обеспечения граждан в апреле и июле 2008 года в Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» были внесены изменения, вступившие в силу с 1 января 2009 года. Так, в соответствии с указанными поправками и Федеральным законом «О дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений», который вступил в силу в 2008 году, осуществляется государственная поддержка формирования пенсионных накоплений в течение 10 лет начиная с года, следующего за годом уплаты дополнительных страховых взносов. Размер взноса на софинансирование формирования пенсионных накоплений определяется исходя из суммы дополнительных страховых взносов на накопительную часть трудовой пенсии уплаченной за истекший календарный год, но не может составлять более 12 000 рублей в год. Размер взноса рассчитывается Пенсионным фондом России, а сами взносы передаются негосударственным пенсионным фондам.

ФСФР России в первом полугодии 2008 года было утверждено новое Положение о проведении проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на ФСФР России<sup>40</sup>, в соответствии с которым к проведению плановых выездных проверок организаций, являющихся членами саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг или саморегулируемых организаций управляющих, привлекаются уполномоченные работники соответствующих саморегулируемых организаций.

В мае 2008 года вступил в силу приказ ФСФР России «Об утверждении положения о порядке ведения реестра владельцев российских депозитарных расписок», принятый в соответствии с поправками в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» об особенности эмиссии и обращения российских депозитарных расписок, вступившими в силу в 2007 году.

В конце 2007 года ФСФР России был принят приказ «О требованиях к порядку ведения реестра владельцев именных ценных бумаг эмитентами именных ценных бумаг»<sup>41</sup>, установивший, что в штате эмитента именных ценных бумаг должно быть не менее одного работника, имеющего квалификационный аттестат специалиста финансового рынка по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Однако Решением Верховного суда от 16 мая 2008 года данная норма была признана

37 Приказ ФСФР России от 30.08.07 № 07-92/пз-н «Об утверждении Положения о годовом отчете и квартальной отчетности негосударственного пенсионного фонда и инструкции по их заполнению».

38 Приказ ФСФР России от 18.03.08 № 08-12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами».

39 Приказ ФСФР России от 23.10.07 № 07-105/пз-н «Об утверждении Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг».

40 Приказ ФСФР России от 13.11.07 № 07-108/пз-н «Об утверждении Положения о проведении проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на Федеральную службу по финансовым рынкам».

41 Приказ ФСФР России от 27.12.07 № 07-113/пз-н «О требованиях к порядку ведения реестра владельцев именных ценных бумаг эмитентами именных ценных бумаг».

недействующей. В дальнейшем ФСФР России своим приказом от 14 августа 2008 года отменила указанные требования<sup>42</sup>.

Во втором полугодии 2008 года были внесены изменения в Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг в части расширения перечня документов, необходимых для государственной регистрации отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, а также установлены новые правила эмиссии ценных бумаг при реорганизации юридического лица.

В ноябре 2008 года в качестве одной из мер по стабилизации финансового рынка был принят федеральный закон, наделивший Банк России правом выступать участником торгов на фондовых биржах и (или) иных организованных торгах на рынке ценных бумаг. Согласно внесенным изменениям Банк России вправе совершать операции по купле-продаже облигаций и акций коммерческих организаций, определенных решением его совета директоров. Ранее такие операции Банк России проводил только в отношении казначейских векселей, государственных облигаций, прочих государственных ценных бумаг и облигаций Банка России.

В конце 2008 года приказом ФСФР России были дополнены лицензионные требования к профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, установленные Порядком лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Так, теперь необходимо представлять в ФСФР России полную информацию о структуре собственности, то есть о лице или группе лиц, которые прямо или косвенно владеют пятью и более процентами уставного капитала лицензиата, а создавать обособленные подразделения, расположенные вне места нахождения лицензиата, можно только в виде представительств или филиалов.

В конце декабря 2008 года внесены изменения в федеральные законы «О банках и банковской деятельности» и «Об акционерных обществах» в части регулирования процедуры реорганизации кредитных организаций, определен порядок уведомления заинтересованных лиц о реорганизации кредитной организации, особенности реорганизации кредитной организации в форме слияния, присоединения и преобразования.

Также в декабре 2008 года федеральными законами были внесены изменения в Гражданский кодекс Российской Федерации, в частности были дополнены нормы о залоге, о правах кредиторов при реорганизации юридического лица. В соответствии с указанными изменениями, в случаях установленных законами, удовлетворение требования залогодержателя может осуществляться путем передачи предмета залога в собственность залогодержателя; законом могут быть предусмотрены учет и (или) регистрация договоров о залоге и залогов в силу закона отдельных объектов движимого имущества. Кроме того, установлен новый порядок обращения взыскания на заложенное имущество.

### Налогообложение на рынке ценных бумаг

Российская Федерация относится к странам с традиционной системой налогообложения.

В табл. 36 приведены основные налоги и ставки по ним, применяемые в 2008 года к прибыли (доходам организаций, осуществляющих налогооблагаемую деятельность в Российской Федерации в части операций с ценными бумагами, а также к доходам физических лиц от ценных бумаг и операций с ними).

42 Приказ ФСФР России от 14.08.08 № 08-33/пз-н «Об отмене приказа ФСФР России от 27 декабря 2007 года № 07-113/пз-н «О требованиях к порядку ведения реестра владельцев именных ценных бумаг эмитентами именных ценных бумаг» и приказа ФСФР России от 27 марта 2008 года № 08-16/пз-н «О внесении изменения в приказ ФСФР России от 27.12.2007 № 07-113/пз-н «О требованиях к порядку ведения реестра владельцев именных ценных бумаг эмитентами именных ценных бумаг».

Таблица 36. Основные налоги и ставки

| Доход  | Ставка<br>для резидента,<br>% | Ставка<br>для нерезидента,<br>% |
|--|-------------------------------|---------------------------------|
| <b>Физические лица</b>   |                               |                                 |
| Дивиденды по акциям российских компаний  | 9                             | 15                              |
| Проценты по облигациям с ипотечным покрытием, эмитированным до 1 января 2007 года  | 9                             | 30                              |
| Другие доходы от ценных бумаг и операций с ними  | 13                            | 30                              |
| <b>Юридические лица</b>  |                               |                                 |
| Дивиденды от дочерних компаний, при соблюдении определенных условий (доля в капитале более 50, владение более одного года и др., если компания иностранная, она не должна быть расположена в офшорной зоне)  | 0                             | Не применимо                    |
| Дивиденды от российских и иностранных организаций  | 9                             | 15                              |
| Проценты по государственным и муниципальным ценным бумагам, проценты по облигациям с ипотечным покрытием, эмитированным после 1 января 2007 года, и доходам учредителей доверительного управления ипотечным покрытием, полученным на основании приобретения ипотечных сертификатов участия, выданных управляющим ипотечным покрытием после 1 января 2007 года  | 15                            | 15                              |
| Проценты по муниципальным ценным бумагам, сроком не менее трех лет, эмитированным до 1 января 2007 года, а также проценты по облигациям с ипотечным покрытием, эмитированным до 1 января 2007 года, и доходам учредителей доверительного управления ипотечным покрытием, полученным на основании приобретения ипотечных сертификатов участия, выданных управляющим ипотечным покрытием до 1 января 2007 года | 9                             | 9                               |
| Другие доходы от ценных бумаг и операций с ними  | 24                            | 24                              |

Российская Федерация заключила международные договоры об избежании двойного налогообложения с 74 странами мира. В соответствии с этими соглашениями компания, зарегистрированная в одной стране, получающая доход от источников в двух государствах (России и стране, с которой подписано соглашение), платит налоги только в одном из них: в России или в стране, с которой подписаны соглашения, по сниженным налоговым ставкам.

Министерство финансов РФ опубликовало перечень офшорных зон<sup>43</sup>, регистрация в которых не позволит компаниям перечислять в Россию не облагаемые налогом дивиденды, предусмотренные п. 3 ст. 284 Налогового кодекса Российской Федерации. В данный перечень включена 41 офшорная зона.

Российская система регулирования фондового рынка создавалась параллельно со становлением самого рынка и во многих аспектах сыграла позитивную роль в его развитии. Эта система в целом учитывает международный опыт регулирования фондовых рынков и отвечает мировым тенденциям развития регулирования в этой сфере, однако она имеет ряд национальных особенностей. Главная из них – это сложно структурированное распределение регуляторных и надзорных полномочий в сфере финансовых рынков между несколькими ведомствами. К настоящему времени значительная часть соответствующих функций в сфере собственно фондового рынка перешла к одному государственному органу – Федеральной службе по финансовым рынкам, однако определенные полномочия еще остаются у Центрального банка, а также у Министерства финансов.

43 Приказ Минфина России от 13.11.07 № 108н «Об утверждении перечня государств и территорий, предоставляющих льготный налоговый режим налогообложения и (или) не предусматривающих раскрытия и представления информации при проведении финансовых операций (офшорные зоны)».

### 3.1. Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации

Главным государственным регулирующим органом на российском рынке ценных бумаг в настоящий момент является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России). По своему статусу она аналогична министерству, поскольку подчиняется непосредственно Правительству РФ и при этом объединяет как регулирующие, так и контрольно-надзорные полномочия.

Деятельность ФСФР регулируется Законом «О рынке ценных бумаг» и Положением о ФСФР, утвержденным Постановлением Правительства РФ от 30.06.04 № 317. Согласно этому положению ФСФР является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков, за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности.

ФСФР осуществляет регулирование всех основных субъектов фондового рынка: эмитентов, профессиональных участников, институтов коллективного инвестирования, а в некоторых аспектах и инвесторов. В осуществлении своей деятельности ФСФР обладает функциональной самостоятельностью, то есть не согласовывает свои действия с другими органами. Однако как орган исполнительной власти она подчиняется Правительству РФ, которое имеет право приостановить действие или отменить любой акт ФСФР.

В отношении эмитентов ФСФР имеет полномочия по утверждению стандартов эмиссии ценных бумаг, утверждению порядка государственной регистрации ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска, регистрации выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска, а также проспектов ценных бумаг (за исключением государственных и муниципальных ценных бумаг). ФСФР также проводит проверки эмитентов, в случае нарушений выдает им предписания, а при необходимости может приостанавливать эмиссию ценных бумаг и обращаться с иском в суд о признании выпуска ценных бумаг недействительным. ФСФР также определяет порядок допуска к первичному размещению и обращению вне территории РФ ценных бумаг российских эмитентов,

В отношении профессиональных участников рынка ценных бумаг ФСФР утверждает требования к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, утверждает нормативы достаточности собственных средств, осуществляет лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, регистрирует некоторые внутренние документы профессиональных участников. Она также проводит проверки профессиональных участников, при необходимости может выдавать им предписания, запрещать или ограничивать проведение отдельных операций на рынке ценных бумаг, наконец, приостанавливать или аннулировать лицензии нарушителей.

В отношении институтов коллективного инвестирования ФСФР лицензирует деятельность НПФ, акционерных инвестиционных фондов, деятельность управляющих компаний и специализированных депозитариев. Она же регистрирует правила доверительного управления ПИФ и правила доверительного управления ипотечным покрытием, правила НПФ, документы специализированных депозитариев. ФСФР также утверждает требования к структуре активов акционерных и паевых инвестиционных фондов, определяет стандарты раскрытия информации и формы отчетности НПФ; проводит проверки указанных субъектов и выдает им предписания.

ФСФР также регулирует допуск ценных бумаг к публичному размещению, обращению, котированию и листингу, принимает меры к приостановлению недобросовестной рекламы на рынке ценных бумаг, издает методические материалы и рекомендации по вопросам, отнесенным к ее компетенции. Она имеет право при необходимости обращаться в суд и в арбитражный суд с исками и заявлениями. Важной функцией ФСФР является право рассматривать дела об административных правонарушениях, отнесенные к ее компетенции, а также применять меры ответственности, установленные административным законодательством.

Следует отметить, что компетенция ФСФР имеет ряд существенных изъятий в отношении кредитных организаций: для них ФСФР не может устанавливать меры пруденциального характера, а также регулировать эмиссию их ценных бумаг. Полномочия ФСФР не распространяются также на вопросы эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг.

### 3.2. Центральный банк Российской Федерации

Центральный банк не входит в систему органов исполнительной власти и осуществляет свою деятельность на основании специального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Его полномочия в отношении регулирования коммерческих банков определены также законом «О банках и банковской деятельности». В качестве организации, отвечающей за организацию денежного обращения и стабильность банковской системы в России, Банк России имеет ряд полномочий, в той или иной степени влияющих на рынок ценных бумаг или затрагивающих его участников

Так, Банк России во взаимодействии с Правительством РФ разрабатывает и проводит единую государственную денежно-кредитную политику, что оказывает влияние на многие параметры рынка ценных бумаг. В целях реализации денежно-кредитной политики он выступает эмитентом собственных облигаций и осуществляет операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами и собственными облигациями, являясь крупным игроком на этом рынке.

Как регулятор банковской системы Банк России определяет особенности процедуры эмиссии ценных бумаг кредитных организаций и регистрирует выпуски соответствующих ценных бумаг. Он осуществляет банковский надзор за деятельностью кредитных организаций и банковских групп, в том числе за их деятельностью в качестве инвесторов на рынке ценных бумаг. В отношении деятельности кредитных организаций как профессиональных участников рынка ценных бумаг Банк России фактически устанавливает правила проведения отдельных операций (например, доверительное управление ценными бумагами, правила осуществления депозитарного учета и т. п.). Наконец, посредством участия в капитале инфраструктурных организаций на рынке ценных бумаг (например, ММВБ) Банк России осуществляет «косвенное регулирование» рынка ценных бумаг.

Банк России также устанавливает правила проведения банковских операций, устанавливает правила бухгалтерского учета и отчетности для банковской системы РФ.

Таким образом, хотя регулирующие полномочия Банка России в отношении участников рынка ценных бумаг напрямую распространяются только на кредитные организации, оперирующие на этом рынке, в целом влияние этого института на финансовом рынке весьма велико. Используя указанные выше полномочия, Банк России, по сути, является вторым по значимости государственным регулятором рынка ценных бумаг.

### 3.3. Министерство финансов Российской Федерации

Согласно Положению о Министерстве финансов (утверждено постановлением Правительства РФ от 30.06.04 № 329) оно осуществляет ряд функций в отношении рынка ценных бумаг и его участников. Прежде всего, Минфин утверждает условия эмиссии и обращения федеральных государственных ценных бумаг и решения об эмиссии отдельных выпусков этих ценных бумаг, а также отчеты об итогах их эмиссии. Вместе с тем Минфин сам выполняет функции эмитента федеральных государственных ценных бумаг.

Министерство финансов выступает регулирующим органом в отношении государственных ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных ценных бумаг – осуществляет государственную регистрацию условий эмиссии и обращения таких ценных бумаг, утверждает стандарты раскрытия информации об этих бумагах.

Кроме того, Минфин остается регулятором в сфере инвестирования пенсионных накоплений для финансирования накопительной части трудовой пенсии, а также регулятором для страховых компаний, в том числе в части осуществления ими инвестиций в ценные бумаги (надзорные функции по отношению к страховым компаниям осуществляет Федеральная служба страхового надзора, которая подчиняется Минфину). Наконец, Минфин принимает нормативные правовые акты по вопросам порядка ведения бухгалтерского учета и составления бухгалтерской отчетности.

### 3.4. Иные государственные органы

Система правоприменения на рынке ценных бумаг включает также налоговые органы, органы финансового контроля и мониторинга, антимонопольный орган, судебную систему, правоохранительные органы. Однако подробное описание их функций и задач выходит за рамки настоящего обзора.

### 3.5. Саморегулируемые организации

Система регулирования на рынке ценных бумаг включает в себя наряду с государственными органами и саморегулируемые организации (СРО). Они создаются профессиональными участниками рынка ценных бумаг в целях обеспечения условий их профессиональной деятельности, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг. СРО также могут создаваться управляющими компаниями.

СРО создаются в форме некоммерческой организации. Они устанавливают обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и стандарты проведения операций с ценными бумагами, а также осуществляют контроль за их соблюдением. Членство в СРО является добровольным.

В настоящее время в России статус СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективного инвестирования имеют пять организаций<sup>44</sup>:

- Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) объединяет брокеров, дилеров, управляющих, а также депозитариев. Количество ее членов – 391 организация. НАУФОР имеет центральный офис в Москве, а также филиалы в 14 регионах страны;
- Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) объединяет 96 депозитариев и регистраторов;
- Национальная фондовая ассоциация (НФА) включает в себя компании, имеющие лицензии на брокерскую, дилерскую, депозитарную деятельность и на доверительное управление ценными бумагами, в основном кредитные организации. В НФА входит 244 организации;
- Национальная лига управляющих (НЛУ), в которую входят 82 организации, объединяет управляющие компании ПИФ и НПФ;
- Некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона (ПУФРУР) – единственная на сегодняшний день СРО, офис которой находится не в Москве, а в Екатеринбурге. Члены ПУФРУР – 24 профессиональных участника рынка ценных бумаг Уральского региона.

Следует отметить, что достаточно часто профессиональные участники рынка ценных бумаг являются членами нескольких СРО одновременно. Поэтому точно оценить общую вовлеченность профессионального рыночного сообщества в механизмы саморегулирования не представляется возможным. Тем не менее, по нашим оценкам, в среднем 30-35% общего числа профессиональных участников рынка ценных бумаг являются членами хотя бы одной саморегулируемой организации, самый высокий уровень участия в СРО среди регистраторов – более 70%.

Необходимо подчеркнуть, что в последние годы членская база ведущих СРО стабилизировалась, а среди крупных профессиональных участников рынка ценных бумаг членство в саморегулируемых организациях фактически стало стандартом профессиональной деятельности.

44 По данным ФСФР России и сайтов СРО на конец 2008 г.

## 4. Календарь основных событий 2008 г.

### Январь

- 09.01.08 Первый торговый день на российском фондовом рынке в 2008 г. начался на фоне идущего с конца 2007 г. падения котировок на фондовых рынках США и Азии.
- 21.01.08 Падение котировок на европейских и азиатских биржах (в среднем на 6%). Индексы РТС и ММВБ снизились на 5,8%, котировки акций отдельных компаний упали на 10%, по некоторым инструментам приостанавливались биржевые торги.
- 24.01.08 Индексы РТС и ММВБ выросли на 5,2-5,8%.
- 25.01.08 На внеочередном общем собрании акционеров ЗАО «ДКК» принято решение об увеличении уставного капитала.

### Февраль

- 01.02.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 23.10.07 № 07-105/пз-н «Об утверждении Положения о квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг».
- 07.02.08 На сайте ФСФР в рубрике «Поглощения и вытеснения» опубликовано не соответствующее действительности сообщение, которое повлияло на котировки акций эмитента, упомянутого в сообщении. ФСФР распространила информацию о начале служебного расследования на предмет выявления факта манипулирования ценами.
- 11.02.08 На срочном рынке РТС FORTS сокращено с 5 до 3 минут время проведения промежуточного клирингового сеанса.
- 13.02.08 Государственная дума РФ приняла в первом чтении законопроект «О биржах и организованных торгах».
- 22.02.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 25.12.07 № 07-112/пз-н «О внесении изменений в нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг. Вносимыми изменениями предусмотрена возможность уменьшения норматива достаточности в случае страхования профессиональной ответственности и наличия ходатайства СРО.
- 28.02.08 ФСФР опубликовала результаты служебной проверки в отношении факта размещения на сайте службы не соответствующего действительности сообщения в рубрике «Поглощения и вытеснения». Публикация сообщения признана технической ошибкой, фактов манипулирования ценами не выявлено.

### Март

- 01.03.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 13.11.07 № 07-108/пз-н «Об утверждении Положения о проведении проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на ФСФР».
- 02.03.08 Состоялись выборы Президента РФ. Результаты выборов на российский фондовый рынок влияния не оказали.
- 18.03.08 На ФБ ММВБ запущена технология исполнения обязательств по сделкам с ценными бумагами на условиях простого клиринга.
- 20.03.08 В РТС по инициативе НАУФОР прекращены торги акциями ОАО «РичБрокерСервис» по основаниям, которые могут привести к нарушениям прав акционеров.
- 24.03.08 На ФБ «Санкт-Петербург» по инициативе участников торгов прекращены торги акциями ОАО «РичБрокерСервис» (с начала торгов – 12 февраля котировки выросли на 100%).
- 25.03.08 На ФБ ММВБ началось дебютное размещение биржевых облигаций ОАО «РБК Информационные системы».

#### Апрель

- 08.04.08 Генеральная прокуратура разместила на своем сайте информацию о нарушениях в деятельности регионального отделения ФСФР по Уральскому федеральному округу.
- 09.04.08 Государственная дума РФ запросила ФСФР о мерах, принимаемых для разработки и утверждения новых типовых правил ПИФ в связи с вступлением в силу поправок в закон «Об инвестиционных фондах».
- 22.04.08 Объявлено, что ФСФР проводит проверки компаний, обещающих инвесторам необоснованно высокие доходы и имеющих признаки финансовых пирамид. В Северо-Западном федеральном округе выявлено семь таких компаний. По имеющимся оценкам, число пострадавших превышает 100 тыс. чел. по всей территории страны.
- 25.04.08 Федеральный общественно-государственный фонд по защите прав вкладчиков и акционеров провел конкурс на управление средствами фонда. Победителями конкурса объявлены три управляющих компании. Объем средств фонда оценивается в 2 млрд руб.

#### Май

- 08.05.08 В. В. Путин утвержден на пост председателя Правительства РФ. В своем выступлении перед Государственной думой он объявил, что в России будет сформирован один из крупных региональных финансовых центров мира, а также коснулся возможного снижения налоговой нагрузки на нефтяной сектор; котировки компаний нефтегазового сектора выросли на 5-6%.
- 13.05.08 ФСФР зарегистрировала дополнительную эмиссию ЗАО «ДНК» общим объемом 800 млн руб.
- 14.05.08 Председатель Правительства РФ объявил об изменениях в налогообложении в нефтегазовой отрасли. Котировки акций некоторых компаний нефтегазовой отрасли возросли более чем на 10%, капитализация российского фондового рынка увеличилась на 40 млрд долл.
- 16.05.08 Верховный суд РФ признал неправомерным пункт приказа ФСФР, обязывающий компании, ведущие реестр акционеров без привлечения регистратора, осуществлять эту деятельность только при наличии аттестованного специалиста.
- 22.05.08 Совет директоров РТС принял решение о переводе клирингового обслуживания по ценным бумагам из НП «ФБ РТС» в ЗАО «Клиринговый центр РТС» с 1 сентября 2008 г.
- 23.05.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 18.03.08 № 08-09/пз-н «Об утверждении Положения о порядке ведения реестра владельцев российских депозитарных расписок».
- 23.05.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 18.03.08 № 08-12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами».
- 26.05.08 На срочном рынке РТС FORTS введена вечерняя торговая сессия.

#### Июнь

- 07.06.08 На XII петербургском экономическом форуме Президент РФ высказал идею о превращении России в один из мировых финансовых центров.
- 05.06.08 Государственная дума РФ приняла в первом чтении законопроект об усилении административной ответственности за нарушения законодательства на финансовом рынке.
- 06.06.08 Последний день торгов акциями РАО «ЕЭС России» на фондовых биржах.
- 17.06.08 МВД РФ распространило информацию о прекращении с начала года деятельности семи финансовых пирамид, общий ущерб от деятельности которых превысил 32 млрд руб.
- 16.06.08 Подведены итоги открытого конкурса по выбору доверительных управляющих временно свободными средствами государственной корпорации – Фонда содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства. Победителями конкурса объявлены два банка и десять управляющих компаний. Общий объем средств, передаваемых в доверительное управление, оценивается в 100 млрд руб.
- 20.06.08 На ФБ ММВБ приостанавливались торги акциями ОАО «Мосэнерго» из-за повышения котировок более чем на 15%.

- 24.06.08 На сайтах региональных отделений ФСФР опубликован список, в который вошли 16 компаний и один гражданин США, в деятельности которых имеются признаки финансовых пирамид.
- 26.06.08 Проведено первое заседание Общественного совета участников финансового рынка при ФСФР.
- 27.06.08 В рамках Группы ММВБ учреждена специализированная компания «ММВБ – Информационные технологии».
- 30.06.08 Вступили в силу новые редакции документов РТС, предусматривающие введение технологии неттинга в режиме торгов с центральным контрагентом.

#### Июль

- 01.07.08 Прекращены торги ценными бумагами ОАО РАО «ЕЭС России» в связи с реорганизацией общества в форме присоединения к ОАО «ФСК ЕЭС».
- 01.07.08 ФСФР приняла решение о признании факта манипулирования на рынке ценных бумаг со стороны группы физических лиц.
- 03.07.08 В РТС произошел технический сбой.
- 03.07.08 ФСФР аннулировала лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг у компании, предлагавшей инвесторам услугу доверительного управления под гарантированный процент.
- 16.07.08 Начались торги акциями ОАО «ФСК ЕЭС» – компании, возникшей в результате реформы электроэнергетической отрасли.
- 24.07.08 Председатель Правительства РФ в резкой форме высказал претензии к ОАО «Мечел», котировки ADR этой компании снизились на 38%.
- 25.07.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 05.06.08 № 08-24/пз-н «О внесении изменений в Положение о порядке выдачи разрешения на размещение ценных бумаг за пределами РФ». Количество акций, размещение (обращение) которых предполагается за пределами РФ снижено с 35 до 30%. Для стратегических отраслей оно не может превышать 25%, а для компаний, осуществляющих геологическое изучение недр и (или) разведку и добычу полезных ископаемых – 5%.
- 25.07.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 05.06.08 № 08-24/пз-н «О внесении изменений в Положение о порядке выдачи разрешения на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг за пределами РФ».
- 28.07.08 Министерство финансов РФ дало разъяснения относительно налогообложения российских депозитарных расписок. (исх. № 03-03-05/83).
- 30.07.08 В РТС произошел технический сбой.

#### Август

- 08.08.08 Подписан Меморандум о взаимопонимании между ФСФР и Комиссией по регулированию по ценным бумагам КНР.
- 08.08.08 Начало вооруженного российско-грузинского конфликта.
- 12.08.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 01.07.08 № 08-102/пз «Об утверждении Положения о порядке рассмотрения обращений граждан и организаций».
- 14.08.08 ФСФР опубликовала итоги конкурса по отбору управляющих компаний для управления средствами пенсионных накоплений. В результате отобрано пять компаний.
- 20.08.08 ФСФР аннулировала лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг за неоднократное в течение года непредставление отчетности у 12 компаний.
- 20.08.08 ФСФР аннулировала лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг у компании, предлагавшей участникам «народных IPO» передать ей в доверительное управление полученные акции под гарантированный процент.
- 26.08.08 Обнародован указ Президента РФ о признании независимости Южной Осетии и Абхазии. Российские фондовые индексы снизились в среднем на 6%.

29.08.08 Следственный комитет при прокуратуре РФ сообщил о задержании руководителя одного из НПФ при попытке дать взятку работнику ФСФР.

### Сентябрь

- 01.09.08 Грузия прервала дипломатические отношения с Россией.
- 01.09.08 Правительство РФ утвердило типовые правила доверительного управления закрытых паевых инвестиционных фондов.
- 09.09.08 Проведено заседание Общественного совета участников финансового рынка при ФСФР, посвященное обсуждению «Стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020».
- 09.09.08 ФСФР аннулировала лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг за неоднократное в течение года непредставление отчетности у 20 компаний.
- 10.09.08 Президент РФ провел встречу с руководителем ФСФР.
- 11.09.08 Президент РФ провел совещание, посвященное созданию в России международного финансового центра.
- 13.09.08 Американский инвестиционный банк Lehman Brothers Holding Inc. объявил о банкротстве.
- 16.09.08 Банк «КИТ Финанс» объявил о невозможности рассчитаться с контрагентами.
- 16.09.08 РТС запустила проект RTS Global.
- 16.09.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.
- 17.09.08 ФСФР приостановила торги на российских фондовых биржах с 12:10 до соответствующего распоряжения.
- 17.09.08 На ФБ ММВБ возобновились торги в режиме РЕПО и РПС в вечернее время.
- 18.09.08 Президент РФ провел совещание, посвященное снижению негативного влияния кризиса на экономику.
- 18.09.08 Состоялось совещание в ЦБ РФ с участием профессиональных участников рынка ценных бумаг и кредитных организаций.
- 18.09.08 ФСФР приостановила «короткие продажи» и заключение маржинальных сделок.
- 18.09.08 Время торгов в режиме РЕПО на ФБ ММВБ продлено до 22:30.
- 19.09.08 ФСФР возобновила торги на российских фондовых биржах.
- 19.09.08 ФСФР провела консультации с профессиональными участниками в связи с кризисной ситуацией на финансовом рынке.
- 19.09.08 Приостанавливались торги на РТС.
- 23.09.08 ФСФР разрешила профучастникам принимать от клиентов и исполнять поручения на продажу ценных бумаг, приобретенных ранее в рамках маржинальных сделок, заключенных до 17 сентября, что было запрещено предыдущим предписанием.
- 23.09.08 ФСФР установила новый запрет на заключение «коротких продаж» и иных необеспеченных сделок.
- 24.09.08 На ФБ ММВБ произошел технический сбой.
- 26.09.08 ФСФР разрешила совершение «коротких продаж» и иных необеспеченных сделок и заменила запрет на осуществление маржинальных сделок ограничением предельного уровня маржи один к одному.
- 29.09.08 Палата представителей Конгресса США отклонила законопроект о поддержке финансового рынка страны (т. н. «план Г. Полсона»), за день капитализация фондового рынка США снизилась на 1,2 трлн долл., серьезное падение испытали европейские и азиатские рынки.
- 29.09.08 К. Н. Корищенко назначен и. о. Президента ММВБ, А. И. Потемкин покинул эту должность.
- 30.09.08 ФСФР приостановила торги на российских фондовых биржах до 12:30.
- 30.09.08 ФСФР ужесточила порядок приостановки торгов на фондовых биржах.
- 30.09.08 ФСФР ввела запрет на совершение «коротких продаж».
- 30.09.08 ФСФР разрешила фондовым биржам продлевать время основной торговой сессии до 19.00.

## Октябрь

- 01.10.08 Вступил в силу ФЗ от 30.04.2008 п 56-ФЗ «О дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии и государственной поддержке формирования пенсионных накоплений».
- 01.10.08 На ФБ ММВБ продлено окончание торгов до 19:00.
- 03.10.08 Приостанавливались торги на РТС.
- 03.10.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 14.08.08 № 08-33/пз-н «Об отмене приказа ФСФР от 27.12.07 № 07-113/пз-н», которым норма о наличии в штате эмитента специалиста финансового рынка по ведению реестра владельцев ценных бумаг исключена.
- 06.10.08 Сильнейшее за последние годы падение мировых фондовых индексов. Российские фондовые индексы снизились на 18-19%, цены на российские активы на LSE упали на 30-50%.
- 06.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.
- 06.10.08 В РТС реализован FIX протокол для управления заявками в торговой системе.
- 07.10.08 Президент РФ провел совещание, посвященное снижению негативного влияния кризиса на экономику.
- 07.10.08 ФСФР приостановила торги на российских фондовых биржах до 13:00.
- 07.10.08 ФСФР изменила порядок остановки и возобновления торгов на фондовых биржах.
- 08.10.08 Приостанавливались торги на РТС.
- 09.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.
- 13.10.08 ПФР России продлил договоры на доверительное управление пенсионными накоплениями на очередной пятилетний срок.
- 13.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.
- 13.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ.
- 13.10.08 Вступил в силу пакет законов по стабилизации российского финансового рынка, в том числе закон от 13.10.08 № 173-ФЗ «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы РФ».
- 14.10.08 На ФБ ММВБ запущен проект MICEX Discovery.
- 14.10.08 ФСФР ввела новый порядок приостановки и возобновления торгов на фондовых биржах.
- 15.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.
- 16.10.08 Президент РФ провел совещание, посвященное снижению негативного влияния кризиса на экономику.
- 16.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.
- 17.10.08 На ФБ ММВБ произошел технический сбой.
- 20.10.08 Создан Совет по развитию финансового рынка при Президенте РФ во главе с первым заместителем Председателя Правительства РФ.
- 21.10.08 Вступило в силу Постановление Правительства РФ от 15.10.08 № 766 «О внесении изменений в Постановление Правительства РФ от 19.01.08 № 18 «О порядке управления средствами Фонда национального благосостояния», позволяющее «Внешэкономбанку» инвестировать 175 млрд руб. в российские ценные бумаги.
- 23.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ.
- 24.10.08 Приостанавливались торги на РТС до конца дня или до предписания ФСФР.
- 24.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ до 28 октября.
- 28.10.08 Президент РФ подписал поправки к законам «О Центральном банке РФ» и «О рынке ценных бумаг», позволяющие Банку России совершать операции по купле-продаже ценных бумаг на открытом рынке.
- 28.10.08 Вступил в силу приказ ФСФР от 20.05.08 «08-19/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных и паевых инвестиционных фондов».
- 28.10.08 Правительство РФ утвердило типовые правила доверительного управления открытыми паевыми инвестиционными фондами.
- 28.10.08 Торги на РТС возобновились в обычном режиме.

30.10.08 Руководство «Внешэкономбанка» анонсировало намерение ежедневно инвестировать из выделенных средств Фонда национального благосостояния 5 млрд руб. для поддержки финансового рынка.

30.10.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.

30.10.08 Руководство ФСФР сообщило о намерении рассмотреть возможность отказа от лицензирования профессиональных участников финансового рынка.

### Ноябрь

01.11.08 НАУФОР направила предложения в Совет при Президенте РФ по развитию финансового рынка.

05.11.08 Президент РФ огласил Послание Федеральному Собранию РФ, в котором признал необходимым принять пакет законов, формирующих основу для создания в России одного из ведущих мировых финансовых центров.

06.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.

06.11.08 Приостанавливались торги на РТС.

07.11.08 Председателем Правительства РФ утвержден «План действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и отдельных отраслях экономики».

10.11.08 В РТС запущена технология заключения сделок с акциями ОАО «Сбербанк России» с расчетами через центрального контрагента на четвертый день.

10.11.08 В РТС произошел технический сбой.

11.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ.

11.11.08 Приостанавливались торги на РТС.

12.11.08 Приостанавливались торги на РТС.

12.11.08 Значимое падение фондовых индексов США на фоне отказа Министерства финансов США выкупать неликвидные ипотечные активы банков.

13.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.

13.11.08 НАУФОР обсудила проект положения ФСФР о порядке расчета собственных средств и подготовила предложения по уточнению его положений.

14-15.11.08 В Вашингтоне прошел антикризисный саммит глав государств «группы двадцати».

17.11.08 Распоряжением Правительства РФ № 1662-р утверждена «Концепция долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2020 г.»

17.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.

18.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.

18.11.08 В РТС произошел технический сбой.

19.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ.

19.11.08 Подписан Меморандум о взаимопонимании между ФСФР и Комиссией по ценным бумагам и биржевым операциям Кипра.

19.11.08 Прошла неформальная встреча членов Совета директоров НАУФОР с руководителем ФСФР и обсуждение актуальных проблем рынка ценных бумаг, вызванных финансовым кризисом, а также мер, принятых ФСФР.

20.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.

24.11.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ.

28.11.08 Вступили в силу изменения в приказ ФСФР от 06.03.07 № 07-21/пз-н «Порядок лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» в части представления информации о структуре собственности лицензиата.

**Декабрь**

- 02.12.08 Приостанавливались торги на РТС.
- 05.12.08 Подписан Меморандум о взаимопонимании между ФСФР и Советом по ценным бумагам и биржам Индии.
- 08.12.08 Рейтинговое агентство Standard&Poors снизило суверенный рейтинг РФ на одну ступень с прогнозом «негативный».
- 10.12.08 ФСФР зарегистрировала изменения в Правила торговли ФБ ММВБ, позволяющие Банку России стать участником биржевых торгов.
- 12.12.08 Приостанавливались торги на ФБ ММВБ и РТС.
- 15.12.08 Рейтинговое агентство Moody's снизило прогноз суверенного рейтинга РФ.
- 16.12.08 НАУФОР обратилась в ФСФР с предложением отменить запрет на совершение необеспеченных сделок и «коротких продаж».
- 23.12.08 МВД РФ распространило информацию о растущем количестве «финансовых пирамид», за год была пресечена деятельность 28 таких организаций, общий ущерб составил около 400 млрд руб., а количество потерпевших 400 тыс чел. Самая крупная «пирамида» нанесла ущерб около 18 млрд руб., а число потерпевших достигало 250 тыс чел.
- 24.12.08 Правительство РФ утвердило типовые правила доверительного управления интервальных паевых инвестиционных фондов.
- 29.12.08 Председатель Правительства РФ заявил, что ситуация в финансовом секторе страны стабилизируется в III-IV кварталах 2009 г.
- 29.12.08 Распоряжением Правительства РФ № 2043-р утверждена «Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 г.»
- 31.12.08 ФБ ММВБ объявила о предъявлении к ней иска, удовлетворение которого может существенным образом повлиять на финансовое положение.

